



Overweight (Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

음식료

CJ제일제당 가공식품 SKU 구조조정 의 나비효과



국내 식품 1위 업체인 CJ제일제당이 재무구조 악화에 따른 신용등급 전망 하락과 주요 사업의 불확실성 확대로 가공식품 SKU 구조조정이 불가피 한 상황이다. 따라서, CJ제일제당의 SKU 구조조정 강도와 대상, 주요 경쟁사의 대응 전략이 향후 핵심 관전포인트로 판단되며, 이에 따른 동사와 주요 경쟁사(대상/동원F&B/오뚜기/풀무원)의 수익성 개선과 주가 반등 가능성에 관심을 가져야 할 것이다.

>>> 식품업체 1위 CJ제일제당, 경영전략 변화가 필요한 시점

1) 재무구조 악화에 따른 신용등급 전망 하락, 2) 주요 사업의 불확실성 확대로 인해, CJ제일제당의 경영전략은 성장 중심에서 수익성 중심으로 변화가 필요한 상황이다.

동사는 15년부터 가공식품을 중심으로 국내와 해외에서 매출 성장 드라이브를 걸면서, 판촉비를 비롯한 투자비용이 급격하게 증가하였고, 가공식품을 중심으로 전사 수익성이 악화되었다. 셀렉타/슈완스 M&A, 자회사 대한통운의 글로벌 M&A 확대, 진천공장 HMR 기지 투자로 인해, 전사 재무구조가 악화된 상황이다. 이로 인해, 한국기업평가는 19년 6월 18일에 동사의 신용등급 전망을 '안정적' 에서 '부정적' 으로 하향 조정하였다. 이와 같은 수익성 및 재무상태 악화에 대한통운 지분 20% 추가 확대 등이 더해지면서, 동사의 주가 밸류에이션은 16년부터 꾸준히 De-Rating 되어왔다.

더불어, 최근에는 주요 사업의 불확실성도 확대되고 있다. 미국과 유럽의 파종 및 작황 부진으로 곡물가격 상승세가 심화되면서, 소재식품과 생물자원 부문의 원가율 상승 압력이 올해 하반기부터 심화될 수 있다. 게다가, 지속된 달러 강세로 인해, 원가율 상승과 함께 외화부채의 환산평가액 증가 우려도 커지고 있는 상황이다. 18년 8월에는 중국에서 아프리카돼지열병(ASF: Africa Swine Fever)이 발병하면서, 중국 돼지사육두수가 급감하였고, 동사의 배합사료와 사료용 아미노산 사업도 수요 측면에서 불확실성이 확대되고 있다.

>>> CJ제일제당의 가공식품 SKU 구조조정 가시화

CJ제일제당은 위와 같은 어려움을 극복하기 위해, 1) 가양동 부지 매각, 2) 생물자원 사업부 매각, 3) 가공식품 SKU 구조조정 등의 수익성 및 재무구조 개선 전략들을 고심하고 있다. 하지만, 현실적으로 자산 혹은 사업부의 매각은 동사의 의지만으로 추진할 수 없는 일이다. 따라서, CJ제일제당은 수익성 개선의 확실한 카드로 가공식품 SKU 구조조정을 검토할 수밖에 없는 상황이다. 동사는 라이신 시황 악화로 수익성 부진 위기에 몰렸을 때, 2Q13부터 가공식품 SKU 구조조정으로 어려움을 극복했던 경험이 있다. 판촉비 절감과 경쟁력 없는 SKU 폐지를 통해, 동사의 가공식품 OPM은 6%에서 11%로 상승했다.

Compliance Notice

- 당사는 6월 21일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

국내 식품 업체
수익성 개선 가능성

CJ제일제당은 국내 식품 업체들 중에서 가장 독보적인 규모와 자본력을 보유하고 있다. CJ제일제당의 작년도 전사 매출액은 대한통운 제외기준 10.2조원 수준이고, 식품 매출액은 5.3조원에 이른다. 주요 2위권 업체인 대상, 동원F&B, 오뚜기가 2~3조원 수준의 매출액을 기록하고 있는 점을 감안한다면, 매우 압도적인 매출액 수치이다. 따라서, **2위권 이하 업체들은 제품 차별화 없이 가격 경쟁력만으로 CJ제일제당과 MS 싸움을 하기가 어려운 상황**이다. 따라서, CJ제일제당이 가공식품에서 판촉비를 줄이고, 경쟁력 없는 SKU를 폐지한다면, 경쟁사들도 수익성 중심 전략에 동참할 가능성이 높다. 이러한 **국내 식품 업체들의 경영전략 변화는 HMR을 중심으로 가공식품 산업의 경쟁강도가 완화될 수 있음을 시사한다.**

실제로 13년에 CJ제일제당이 라이신 시황 악화로 가공식품 SKU 구조조정을 단행하였을 때도 그랬다. 동사는 전체 가공식품 SKU의 1/3을 구조조정 대상에 올렸고, 판촉비를 강하게 절감하였다. 이에 따라, 동사의 가공식품 매출액은 역성장하기 시작하였으나, 12년에 6%에 불과했던 가공식품 영업이익률은 14년에 11%까지 상승하였다. 한편, 경쟁사들의 수익성과 주가도 같이 반등하였다. 특히, **국내 가공식품 시장을 선도하는 CJ제일제당의 판촉비 절감은 경쟁사들의 수익성 개선에 대한 시장의 믿음을 강화시켜 주었고, 가공식품 주요 업체들의 밸류에이션 Re-Rating을 야기시켰다.** 당시, CJ제일제당은 카레/간장/레토르트 등을 중심으로 SKU를 폐지하였고, 두부의 판촉행사를 강하게 줄였다. 이로 인해, 해당 기간에서 오뚜기와 풀무원의 주가 수익률이 상대적으로 강한 흐름을 시현하였다.

국내 식품 업체
경영전략 변화 가능성

한편, **CJ제일제당의 경영전략 변화가 야기할 2차적인 효과에 대해서도 주목해야 한다.** 13년에 **CJ제일제당이 판촉비 절감을 시도하면서, 오뚜기는 진라면에 대한 프로모션을 강화**하였다. CJ제일제당과의 판촉 경쟁에 사용했던 예산을 다른 카테고리 돌리면서, 매출 성장 전략을 유지한 것이다. 이로 인해, 국내 라면 시장에서 오뚜기의 시장 점유율이 확대되기 시작하였다. 13년에 68.9%를 기록했던 농심의 라면 시장 점유율은 16년에 55.2%로 급격하게 하락하였고(출처: 금융감독원 정보시스템 농심 사업보고서), 오뚜기의 라면 시장 점유율은 처음으로 20%를 돌파하였다. 이번에도 CJ제일제당의 경쟁사가 재무구조와 수익성이 양호한 상황이고, 라면과 같은 다른 카테고리의 업체들이 허점을 보이고 있다면, 충분히 다시 일어날 수 있는 일로 추산된다.

CJ제일제당과
동사의 경쟁사에 관심

만약, CJ제일제당이 13년도 수준으로 가공식품 SKU 구조조정을 강하게 단행한다면, **CJ제일제당과 동사의 주요 경쟁사(대상/오뚜기/동원F&B/풀무원 등)들이 주가가 반등할 가능성에 관심을 가져야 한다.** 1) CJ제일제당의 수익성 개선, 2) CJ제일제당 경쟁사의 수익성 개선, 3) CJ제일제당 경쟁사의 **他** 카테고리 MS 확대와 같은 투자포인트들이 만들어질 수 있기 때문이다. 따라서, 향후 핵심 관전포인트는 **1) CJ제일제당의 가공식품 SKU 구조조정 강도와 대상, 2) 경쟁사들의 대응 전략**이 될 것이다. 만약, CJ제일제당의 가공식품 SKU 구조조정이 13년도와 유사한 수준으로 전개된다면, 경쟁사들의 수익성과 경영전략 변화에서 어떤 시나리오를 기대할 수 있을까?

CJ제일제당의 수익성 중심 경영전략이 필요한 이유

요인	내용
재무구조 약화	- 2015년부터 가공식품을 중심으로 적극적인 외형 성장을 전개하면서 판촉비 지출 확대 - 셀렉타/슈완스 M&A, 자회사 대한통운의 글로벌 M&A, 진천공장 HMR 기지 투자로 자본적 지출 확대 - 한국기업평가가 CJ제일제당의 신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 하향(2019. 6. 18)
핵심사업 불확실성 확대	- 최근 곡물가격 및 원/달러 환율 상승으로 2H19부터 전사 원가를 상승 압력 심화 전망 - 2018년 8월 아프리카 돼지열병에 따른 중국 돼지사육두수 급감으로 바이오 및 생물자원 부문 실적의 불확실성 확대

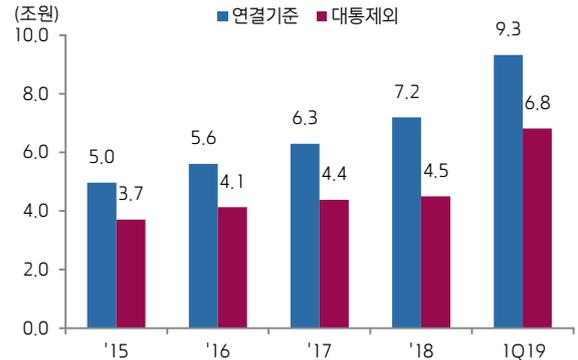
자료: 키움증권 리서치

CJ제일제당의 가공식품 수익성은 하락 추세 지속



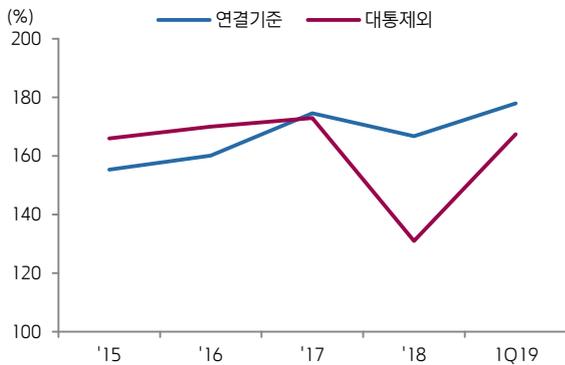
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당의 순차입금은 상승 추세 지속



자료: Fn Guide, CJ제일제당

CJ제일제당의 부채비율도 상승 추세 지속



자료: Fn Guide, CJ제일제당

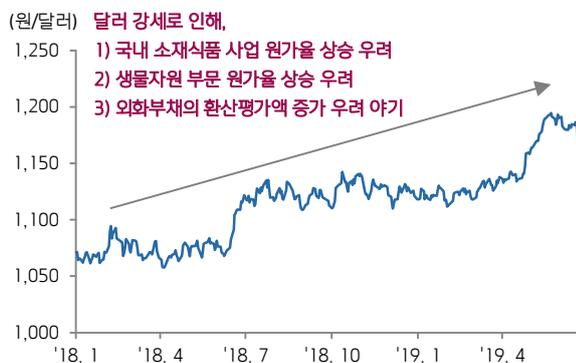
주: 1) 1Q19에서 IFRS 1116호 영향 제외

미국/유럽의 파종/작황 부진으로 곡물가격 상승세 심화



자료: Bloomberg

원/달러 환율도 상승 추세



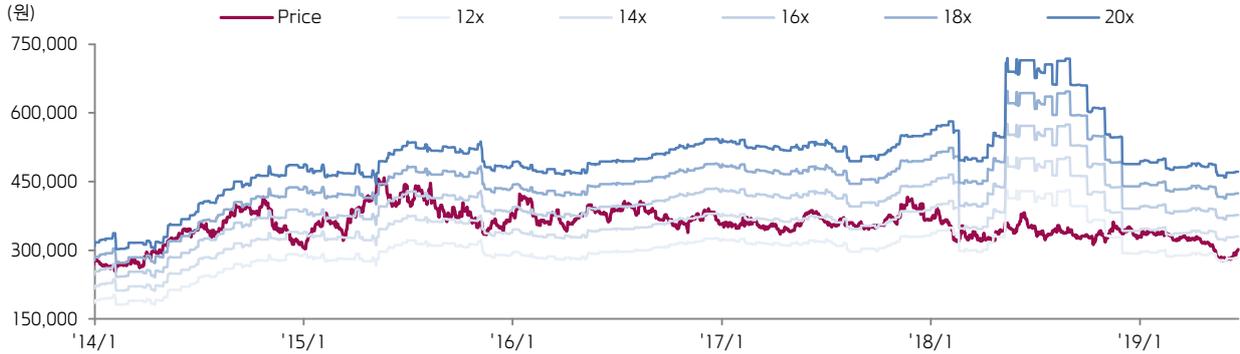
자료: 한국은행

2018년 8월 ASF 발병 이후, 중국 돼지사육두수 급감



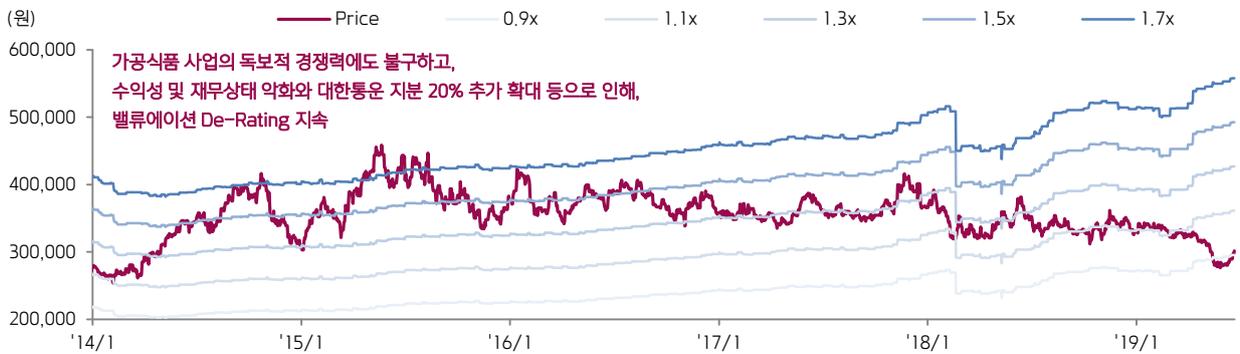
자료: Wind

CJ제일제당 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 FW12M PBR 밴드 추이



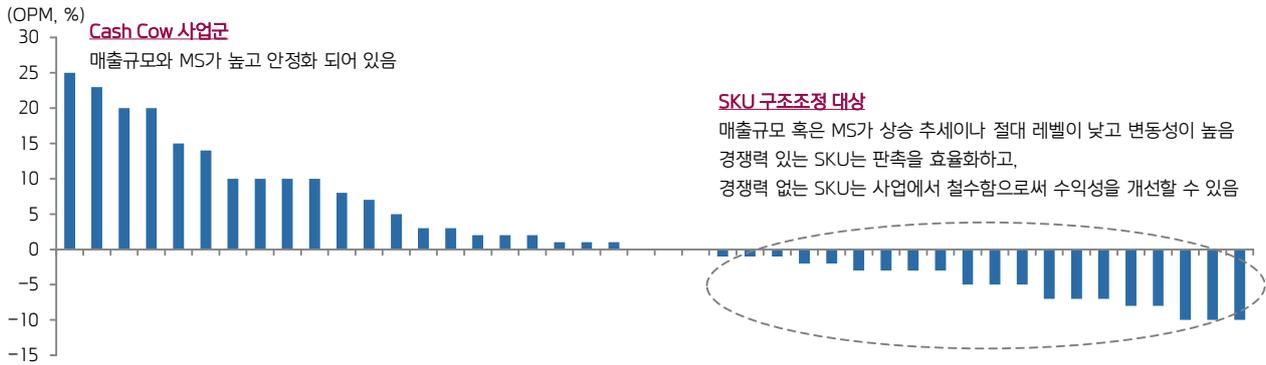
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당의 수익성 및 재무구조 개선 전략

전략	기대효과 및 실현 가능성
가양동 부지 매각	<ul style="list-style-type: none"> - 현재 장부가액 6~7천억원 수준. 언론에서는 1조원 가치의 부지로 보도되고 있음 - 회사의 비영업자산 매각을 통한 차입금 상환은 주주가치에 긍정적으로 작용할 가능성 높음 - 다만, CJ제일제당은 해당 부지의 매각 대신 개발 가능성도 고려 중. 매각을 하더라도 매수자를 찾기 위해 시간이 걸릴 수 있음
생물자원 사업부 매각	<ul style="list-style-type: none"> - 2019년 4월 15일, CJ제일제당 국내 생물자원 부문 물적분할이 공시 되면서, - 언론보도 등을 통해 CJ제일제당이 생물자원 전체 사업부문을 매각할 수 있다는 가능성이 제기됨 - 글로벌 사료회사(뉴트레코)가 2조원에 인수할 수 있다는 가능성이 제기되었으나, 딜 규모가 커서 시간이 걸릴 수 있음 - CJ제일제당은 매각 가능성과 경쟁력 개선 방안을 동시에 고민하고 있는 상황
가공식품 SKU 구조조정	<ul style="list-style-type: none"> - 2013년에 라이신 시장 악화 때, 전체 가공식품 SKU의 1/3을 구조조정 하고, 유형자산 투자 속도를 낮춤 - 이로 인해, 동사의 가공식품 영업이익률은 2012년 6%에서 2014년 11%로 상승 - 현재, CJ제일제당의 가공식품 SKU는 3천개 수준. 최소 300개에서 최대 1,000개까지 SKU 구조조정 가능성 있음 - 진천공장 증설 직후 구조조정이라는 부담은 있으나, 회사의 수익성 개선을 위한 가장 확실한 카드로 판단됨

자료: 언론보도, CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 가공식품 SKU 구조조정 의미(2013년 사례 감안)



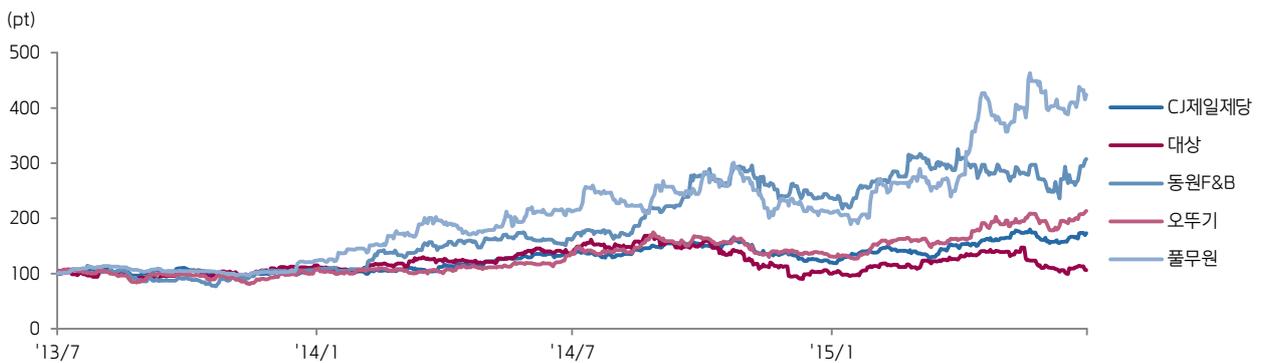
자료: 키움증권 리서치

13년도 CJ제일제당의 가공식품 SKU 구조조정에 따른 가공식품 업체들의 실적 / 사업동향 / 경영전략 변화

구분	매출액(십억원)			영업이익(십억원)			OPM(%)			사업동향 및 전략 변화
	'12	'13	'14	'12	'13	'14	'12	'13	'14	
CJ_대동제외 가공식품	7,108	7,210	7,366	505	347	432	7.1	4.8	5.9	- 전체 가공식품 SKU 의 1/3 을 구조조정하고, 판촉비를 적극적으로 절감 - 카레/간장/레토르트 등은 철수, 두부는 할인행사 축소 단행
대상_연결 별도-식품	2,452	2,542	2,589	130	156	140	5.3	6.1	5.4	- 판촉비 절감에도 불구하고, 청정원 BI 대대적 교체로 식품사업 비용 증가 - 전사 측면에서도 베스트코의 수익성이 급격히 하락하면서, 실적 개선세 주춤
동원F&B_연결 별도	1,663	1,689	1,795	34	59	82	2.1	3.5	4.6	- 참치원어투입단가 하락과 판촉비 절감이 더해지면서, 수익성 개선 극대화 - 14년에 본사가 동원데어리푸드를 흡수합병하고 유가공 사업 적극 확대 시작
오뚜기_연결 별도	1,687	1,728	1,782	109	105	116	6.4	6.1	6.5	- 경쟁사의 사업 철수와 판촉비 절감으로 수익성 개선 - 13년부터 진라면 프로모션 강화하면서, 국내 라면 MS 상승세 시작
풀무원_연결 풀무원식품 별도	1,458	1,522	1,678	41	46	53	2.8	3.1	3.2	- 경쟁사의 두부 제품 할인행사 축소로 풀무원식품 별도법인 수익성 개선 - 다만, 미국 중심으로 해외 사업 적자 확대되면서, 전사 수익성 개선은 제한적

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

2013년 7월 이후 주요 가공식품 업체 주가 흐름: 동원F&B>풀무원>오뚜기>CJ제일제당>대상



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치 (2013. 7. 1 = 100)

CJ제일제당 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 FW12M PBR 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

대상 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

주: 1) 밴드 라인이 없는 구간은 커버리지가 적어서 컨센서스가 없는 구간임

동원F&B FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

주: 1) 밴드 라인이 없는 구간은 커버리지가 적어서 컨센서스가 없는 구간임

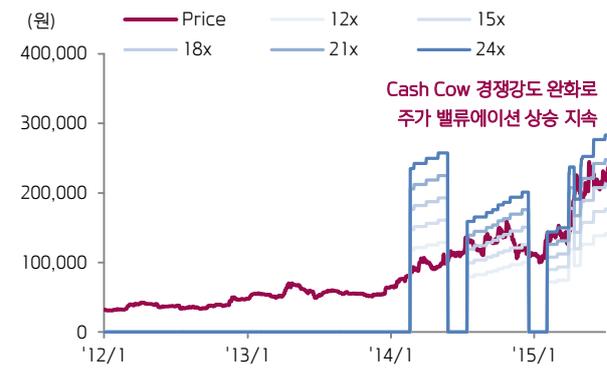
오뚜기 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

주: 1) 밴드 라인이 없는 구간은 커버리지가 적어서 컨센서스가 없는 구간임

풀무원 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

주: 1) 밴드 라인이 없는 구간은 커버리지가 적어서 컨센서스가 없는 구간임

CJ제일제당의 판촉비 절감 대상은?

먼저, CJ제일제당의 판촉비 절감 대상에 대한 고민이 필요하다. 당사는 강도에 차이는 있겠지만, **1) 김치, 2) 냉동식품(만두/피자/밥 등), 3) 국/탕/찌개, 4) 상온가공밥(햇반), 5) 상품 죽, 6) 냉장면** 카테고리가 판촉비 절감에 따라 경쟁사들의 수익성 변화 폭에 영향을 크게 줄 수 있는 **6대 품목으로 판단**하고 있다.

위의 6대 경합 품목은 카테고리의 시장 성장률 혹은 잠재 성장률이 높은 HMR 제품으로 대체로 MS의 변동이 컸었던 품목들이다. **김치**는 오랜 기간 대상이 ‘종가집’이라는 브랜드로 1위를 기록해왔으나, 15년부터 CJ제일제당의 MS가 10% 이상으로 확대되면서, 점유율 격차가 급격하게 줄어들고 있다. 현재 대상은 김치 카테고리에서 영업적자를 보고 있는 것으로 판단되나, **경쟁상황이 정상화 된다면 10% 이상의 영업이익률이 가능한 품목으로 추산**된다. **냉동식품**은 만두/피자/밥을 중심으로 광범위하게 경쟁이 이뤄지고 있다. 주로 동원F&B, 오뚜기, 풀무원이 CJ제일제당과 시장 점유율의 상위권을 차지하고 있다. **국/탕/찌개**는 CJ제일제당이 16년 6월에 비비고 국물요리를 출시하면서 본격적으로 매출 드라이브를 걸었던 카테고리이다. 현재 컵반과 함께 CJ제일제당 HMR의 핵심 카테고리 제품이며, 레토르트의 강자 오뚜기와 시장 점유율의 상위권을 형성하고 있다.

상온가공밥은 굉장히 역사가 오래된 카테고리이지만, 시장 규모가 의미 있게 커진 시점은 2015년부터 추산된다. 현재 CJ제일제당과 오뚜기가 시장을 북점하고 있기 때문에, 원재료 단가가 안정화 되고, **판촉 경쟁이 완화된다면 매우 큰 폭의 수익성 개선이 예상**된다. **상품 죽** 시장은 18년 11월에 CJ제일제당이 ‘비비고 죽’을 출시하면서, 올해 MS가 급격하게 변화하고 있다. 상위 업체였던 동원F&B와 오뚜기의 점유율이 급격하게 하락하면서 CJ제일제당이 MS 2위로 올라섰으며, 현재의 기세라면 MS 1위 자리도 가능한 상황이다. **냉장면** 시장은 CJ제일제당과 풀무원이 시장을 주도하고 있으며, 냉면을 중심으로 다양한 신제품 출시가 활발한 시장이다.

수익성 개선이 필요한 업체는 풀무원

위의 6대 경합 품목의 주요 경쟁사들은 **대상, 동원F&B, 오뚜기, 풀무원**으로 요약된다. 위의 4개 경쟁사 중에서 수익성 개선이 가장 급하게 필요한 업체는 풀무원이다. **풀무원은 현재 해외 사업에서 적자가 매우 심한 상황이고, 국내 사업 매출 규모도 대상/동원F&B/오뚜기 대비 매우 작은 편**이기 때문에, 국내 사업의 수익성 확대가 매우 필요한 상황이다. 반면에, 대상은 라이신과 인도네시아 전분당 사업 안정화, 베스트코 수익성 개선으로 전사 실적이 많이 개선된 상황이다. 동원F&B는 참치어가 하락으로 원가율이 많이 개선되었으며, 오뚜기는 2위권 업체 중에서 가장 영업이익률이 높은 업체이다.

동원F&B/오뚜기는 他 카테고리 판촉 가능성 상존

한편, **동원F&B와 오뚜기는 CJ제일제당과 경쟁하고 있지 않은 他 카테고리**에 대한 판촉을 확대할 가능성이 있다. 두 회사 모두 전사 수익성이 어느 정도 궤도에 오른 상황이고, **대상처럼 핵심 카테고리(김치)의 MS를 지켜야 할 이유도 부족**하다. 동원F&B는 유가공, 식자재유통, 온라인유통 등에서 투자 확대 가능성이 있다. 오뚜기는 최근까지 핵심 라면 제품에 대해 할인율을 축소해왔는데, 다시 라면 카테고리에서 판촉 활동과 신제품 출시를 공격적으로 재개하거나, 라면 외의 카테고리에서 판촉을 강화할 가능성에 관심을 가져야 한다.

CJ제일제당의 판촉비 지출이 컸을 것으로 예상 되는 주요 경합 품목 추정

주요 경합 품목	김치	냉동식품	국/탕/찌개	상온가공밥	상품 즉	냉장면
CJ제일제당 순위/MS	2 위 / 30% 중반	만두 1 위 / 40% 중반 피자 2 위 / 30% 초반 밥 1 위 / 30% 초반	1 위 / 40% 내외	1 위 / 75%	2 위 / 30% 내외	1 위 / 40% 내외

자료: 언론보도, CJ제일제당, 키움증권 리서치

주요 경합 품목의 핵심 경쟁사 현황

경쟁사	대상	동원F&B	오뚜기	풀무원
주요 경합 품목(순위/MS)	김치(1 위/40% 초반)	냉동만두(4 위/10% 내외) 상품 즉(1 위/50% 초반)	냉동피자(1 위/50%중반) 냉장면(3 위/10% 미만) 국/탕/찌개(2 위/20% 내외) 상온가공밥(2 위/20% 중반) 상품 즉(3 위/10% 중반)	냉동만두(2 위/10% 중반) 냉동밥(2 위/10% 중반) 냉장면(2 위/30% 후반)
전사 매출 비중 추정	식품 매출: 50% 주요 경합 품목: 7%	식품 매출: 59% 주요 경합 품목: 3%	식품 매출: 100% 주요 경합 품목: 9%	식품 매출: 37% 주요 경합 품목: 4%

자료: 언론보도, 각 사 자료, 키움증권 리서치

주요 가공식품 업체 연결기준 실적 전망 및 밸류에이션 현황 (단위: 십억원, 배)

종목명		CJ제일제당	대상	동원 F&B	오뚜기	풀무원
종목코드		097950	001680	049770	007310	017810
종가(6/21, 원)		301,500	24,900	295,500	699,000	12,400
시가총액(6/21, 조원)		4.54	0.86	1.14	2.52	0.47
매출액	'18	18,670	2,957	2,803	2,247	2,272
	'19E	22,484	2,973	2,998	2,382	2,320
	'20E	24,745	3,060	3,220	2,461	2,391
영업이익	'18	833	120	87	152	40
	'19E	918	137	108	195	50
	'20E	1,114	141	121	207	62
OPM	'18	4.5%	4.1%	3.1%	6.8%	1.8%
	'19E	4.1%	4.6%	3.6%	8.2%	2.1%
	'20E	4.5%	4.6%	3.8%	8.4%	2.6%
순이익	'18	875	65	57	160	23
	'19E	283	87	75	150	19
	'20E	398	92	83	171	33
PER	'18	6.1	13.9	19.6	15.8	14.0
	'19E	17.2	10.4	15.2	16.7	26.8
	'20E	12.2	9.8	13.7	14.7	15.4
PBR	'18	1.13	0.99	1.75	2.16	1.01
	'19E	0.99	0.91	1.64	1.89	1.59
	'20E	0.92	0.85	1.49	1.71	1.46
ROE	'18	20.7%	7.3%	9.3%	13.9%	7.8%
	'19E	5.9%	9.1%	11.3%	11.9%	7.2%
	'20E	7.8%	9.0%	11.4%	12.2%	8.6%

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준)

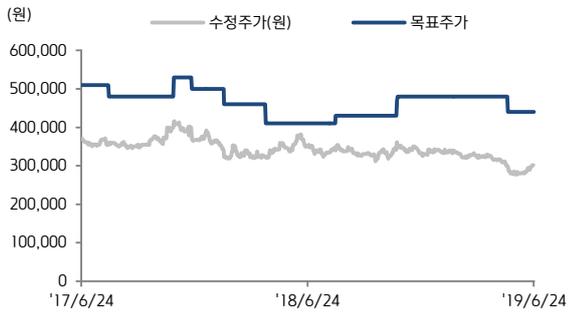
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
C제일제당 (097950)	2017-06-13	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.30	-24.12	대상 (001680)	2017-07-12	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.86	-8.06	
	2017-06-29	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.37	-24.12		2017-08-14	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-23.06	-20.65	
	2017-07-12	BUY(Maintain)	510,000원	6개월	-29.39	-24.12		2017-09-13	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-25.15	-20.65	
	2017-08-07	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.06	-24.48		2017-11-15	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.35	-7.90	
	2017-09-13	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.30	-24.48		2018-01-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-19.66	-7.90	
	2017-10-10	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-26.08	-22.81		2018-02-26	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-21.94	-19.19	
	2017-10-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-25.30	-21.46		2018-03-28	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-20.17	-14.84	
	2017-11-09	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-24.48	-16.67		2018-04-17	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-18.75	-12.58	
	2017-11-20	BUY(Maintain)	530,000원	6개월	-24.62	-21.51		2018-05-16	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-19.52	-12.12	
	2017-12-19	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.53	-25.70		2018-07-25	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-20.68	-12.12	
	2018-01-04	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-25.48	-21.60		2018-08-16	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-30.73	-25.00	
	2018-01-16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-26.77	-21.60		2018-11-05	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-15.61	-3.55	
	2018-02-09	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.54	-23.26		2019-05-16	BUY(Maintain)	31,000원	6개월	-17.79	-14.68	
	2018-02-26	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-28.52	-23.26		2019-06-24	BUY(Maintain)	31,000원	6개월			
	2018-04-17	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-18.06	-12.32		동원F&B (049770)	2018-04-17	BUY(Initiate)	300,000원	6개월	-23.10	-19.83
	2018-05-11	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-16.24	-11.22			2018-05-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.01	-17.50
	2018-06-07	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.03	-6.95			2018-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-22.24	-17.50
	2018-07-10	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.56	-6.95			2018-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-13.58	-7.58
	2018-07-25	BUY(Maintain)	410,000원	6개월	-15.79	-6.95			2018-07-18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.81	-24.58
	2018-08-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-20.30	-17.67			2018-07-25	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.56	-22.22
	2018-08-31	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.35	-17.67			2018-08-03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-19.51	-7.78
	2018-10-18	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.43	-17.67			2018-10-15	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-20.93	-7.78
	2018-11-05	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.45	-17.67			2018-11-05	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.17	-7.78
	2018-11-09	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-22.24	-15.93			2019-02-11	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.19	-21.39
	2018-11-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-28.13	-26.56		2019-05-07	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-26.39	-15.56	
	2018-12-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.32	-26.56		2019-06-24	BUY(Maintain)	360,000원	6개월			
	2019-02-15	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.04	-26.56		오뚜기 (007310)	2017-09-13	BUY(Initiate)	950,000원	6개월	-22.02	-20.95
	2019-03-26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-30.35	-26.56			2017-09-26	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-22.13	-20.74
	2019-04-16	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-31.06	-26.56			2017-10-17	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-20.92	-17.47
	2019-05-14	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.60	-34.43			2017-11-15	BUY(Maintain)	950,000원	6개월	-18.52	-12.84
2019-05-21	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-35.29	-31.48	2018-01-16	BUY(Maintain)		950,000원	6개월	-19.39	-12.84		
2019-06-24	BUY(Maintain)	440,000원	6개월			2018-02-26	BUY(Maintain)		950,000원	6개월	-19.84	-12.84		
						2018-05-16	BUY(Maintain)		950,000원	6개월	-12.41	-6.32		
						2018-07-18	BUY(Maintain)		950,000원	6개월	-12.26	-6.32		
						2018-07-25	BUY(Maintain)		1,040,000원	6개월	-16.56	-14.62		
						2018-08-16	BUY(Maintain)		1,040,000원	6개월	-25.17	-14.62		
						2018-09-27	BUY(Maintain)	1,040,000원	6개월	-28.46	-14.62			
						2018-11-05	BUY(Maintain)	1,040,000원	6개월	-29.13	-14.62			
						2018-11-15	BUY(Maintain)	910,000원	6개월	-17.54	-12.09			
						2019-05-16	BUY(Maintain)	970,000원	6개월	-26.50	-24.74			
						2019-06-24	BUY(Maintain)	970,000원	6개월					

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)

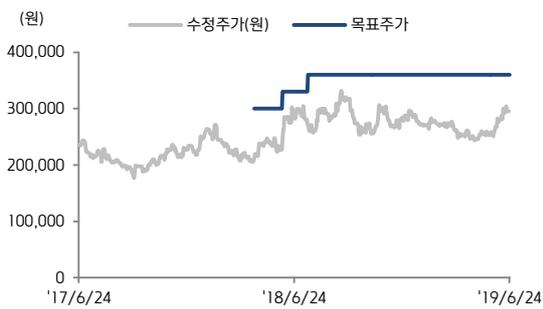
CJ제일제당(097950)



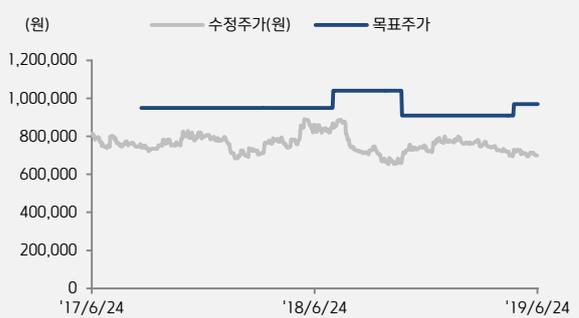
대상(001680)



동원F&B(049770)



오뚜기(007310)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%