



# Overweight (Maintain)

## 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

# 음식료

## 3분기 실적 리뷰 및 시사점



11/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 3분기 실적은 대체로 부진하였다. 다만, 하이트진로와 삼양식품은 소업종 내에서 돋보이는 실적을 기록하고 있으며, 매일유업도 고수의 제품 매출 비중 확대 기조가 지속적으로 이어지고 있다. 한편, 대형 3社 중에서는 CJ제일제당의 재무 구조 개선 행보에 관심을 가질 필요가 있다.

### >>> 대체로 부진한 3분기 실적 시현

11/14에 발표된 주요 음식료 업체들의 3분기 실적을 살펴보면, 영업이익 기준으로 하이트진로는 시장 컨센서스를 상회하였고, 농심/오뚜기/대상/롯데푸드/롯데칠성/매일유업은 시장 컨센서스를 하회하였으며, 빙그레/삼양식품은 시장 컨센서스에 부합하였다.

이처럼 주요 음식료 업체들의 실적 흐름은 시장 기대치 대비 대체로 부진한 편이었다. 1) 가공식품(가정 간편식) 업체들은 대체로 수익성이 부진하였고, 2) 음료 업체들은 부정적인 날씨 영향이 있었으며, 3) 사료첨가제 업체들은 중국 ASF 영향으로 시황 부진의 어려움을 겪었다.

### >>> 가공식품 업체들의 수요 부진 우려 지속

3분기 실적에서 가장 우려스러운 점은 HMR을 중심으로 매출을 성장시켜오던 가공식품 업체들이 다시 한번 부진한 수익성을 시현한 부분이다. 1등 업체인 CJ제일제당이 시장 기대치를 상회한 점은 긍정적이었으나, 나머지 업체들은 대체로 시장 기대치를 하회하는 실적을 내놓았다(대상/동원F&B/오뚜기/풀무원식품).

CJ제일제당의 판촉비 절감으로 인해, 가공식품 업체들의 수익성은 대체로 개선될 것이라는 기대가 있었던 것이 사실이다. 하지만, 대형마트 매출 부진으로 생각 보다 수요가 약한 상황이 지속되면서, 전반적으로 수익성 부진을 피하기가 어려웠다. B2C 보다는 B2B 채널에 집중하면서, 수익성 중심의 영업전략을 펼쳤던 대상 정도만, 마진 방어에 성공한 것으로 판단된다(베스트코 제외 기준으로는 수익성 유지). 다만, 3분기는 7월 저온 현상 등으로 인해, 소매유통 업체들의 매출액이 좀 더 부진했던 부분이 있기 때문에, 4분기에는 3분기 대비 다소 회복된 모습을 보일 것으로 기대된다.

### Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 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.

업체별로 완전히  
엇갈린 실적 흐름

몇몇 소업종에서는 개별 업체들의 실적 흐름이 완전히 엇갈렸다. **주류**에서는 **하이트진로**의 실적이 매우 좋은 편이었다. 재고자산 평가손실과 상여금 선집행과 같은 일회성 비용이 아니었다면, 600억원 후반의 영업이익의 달성도 가능했었다. 한편, **롯데칠성**은 음료 부문의 마케팅 비용 절감에도 불구하고, 주류 매출이 크게 부진하면서(-19% YoY), 이익역신장을 피할 수 없었다. **오비맥주**도 하이트진로의 맥주 신제품 테라의 MS 상승으로 인해, 3분기 매출액이 -18% 감소하면서, 올해 이익 성장의 가시성이 많이 떨어진 상황이다.

**라면**에서는 **농심**과 **오뚜기** 부진하고, 수출이 호조를 보인 **삼양식품**만 양호한 실적을 기록하였다. 특히, 농심의 별도기준 영업이익률은 3분기에 2.3%를 기록하였고, 연결기준 영업이익률도 3.1%에 그쳤다. 농심은 지속되는 판촉비 부담으로 인해, 중국/동남아 수출에서 호조를 보인 라면 3위 업체인 삼양식품에게 영업이익이 역전 당하면서, 향후 마케팅 활동에 어려움이 가중되고 있다. 한편, 오뚜기는 신제품 출시에서 의미 있는 성과를 거두지 못하면서, 라면 매출 성장세가 정체에 접어들었고, 즉석식품 관련 판촉비가 증가하면서 수익성도 부진한 상황이다.

사료첨가제 수요는  
언제 반등 가능할까?

중국 ASF 확산으로 돼지사육두수가 급감하면서, **CJ제일제당/대상**과 같은 사료첨가제 업체들도 어려움을 겪고 있다. 중국 라이신 업체들이 내수 수요가 위축되면서, 유럽과 아시아 지역에 저가 물량 공세를 하고 있기 때문이다. 가격의 하락세가 다소 둔화된 것은 사실이나, 아직 시황이 반등할 것이라고 보기에는 한계가 있다. 중국 돼지사육두수 감소세가 멈췄다고 보기 어렵기 때문이다. 하지만, 중국의 사료첨가제 사용 비중은 유럽과 미국 대비 낮은 수준이기 때문에, 배합사료 수요 보다는 조금 빠르게 반등할 가능성을 염두해 두어야 할 것이다.

업종 투자전략

향후에도 **하이트진로**, **매일유업**, **삼양식품** 중심의 비중 확대가 유효할 것으로 판단된다. 매일유업의 3분기 실적은 다소 부진하긴 했지만, 고수익 제품(바리스타/상하목장/아몬드브리즈/셀렉스)들의 매출이 호조세를 보이고 있기 때문에, 중기적으로 매출과 이익 성장률이 업종 내에서 높을 것으로 판단되기 때문이다.

한편, 대형 3社 중에서는 **CJ제일제당**의 행보에 주목해야 할 것이다. 가공식품의 이익 감소 폭이 완화되는 가운데, 그룹의 경영 패러다임 전환으로 재무구조 개선에 속도가 붙을 수 있기 때문이다. 만약, 순차입금 규모가 조단위로 낮아질 수 있다면, 동사의 주가 상승 폭이 확대될 가능성이 높을 것이다.

주요 기업 3Q19 실적 결과 (1) (단위: 억원)

회사명	구분	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY
KT&G	매출액	11,825	11,017	11,850	12,578	13,222	11.8%
	영업이익	3,569	2,639	3,482	3,991	3,825	7.2%
	OPM	30.2%	24.0%	29.4%	31. %	28.9%	-1.3%p
	순이익	2,589	1,273	2,730	3,228	3,208	23.9%
오리온	매출액	4,937	4,932	4,976	4,393	5,300	7.3%
	영업이익	787	703	773	504	1,018	29.4%
	OPM	15.9%	14.3%	15.5%	11.5%	19.2%	3.3%p
	순이익	326	139	513	362	677	107.4%
CJ제일제당	매출액	49,456	49,221	50,178	55,153	58,511	18.5%
	영업이익	2,652	1,727	1,791	1,753	2,727	2.8%
	OPM	5.4%	3.5%	3.6%	3.2%	4.7%	-0.7%p
	순이익	1,080	-538	40	162	19	-98.2%
CJ프레시웨이	매출액	7,043	7,193	7,477	7,565	7,700	9.3%
	영업이익	133	176	66	193	176	32.8%
	OPM	1.9%	2.4%	0.9%	2.6%	2.3%	0.4%p
	순이익	41	62	-20	70	14	-65.5%
SPC삼립	매출액	5,509	5,921	5,739	6,082	6,158	11.8%
	영업이익	107	212	96	166	23	-78.2%
	OPM	1.9%	3.6%	1.7%	2.7%	0.4%	-1.6%p
	순이익	79	140	58	114	-6	-107.0%
남양유업	매출액	2,816	2,748	2,511	2,639	2,553	-9.3%
	영업이익	22	36	13	6	-9	적전
	OPM	0.8%	1.3%	0.5%	0.2	-0.3%	-1.1%p
	순이익	32	-26	53	201	-14	적전
농심	매출액	5,660	5,746	5,886	5,682	5,899	4.2%
	영업이익	217	260	316	82	16	-14.5%
	OPM	3.8%	4.5%	5.4%	1.4%	3.1%	-0.7%p
	순이익	195	251	290	47	162	-17.1%
대상	매출액	7,853	7,072	7,233	7,315	7,837	-0.2%
	영업이익	414	132	381	337	43	2.3%
	OPM	5.3%	1.9%	5.3%	4.6%	5.4%	0.1%p
	순이익	209	-156	233	366	220	5.5%
동원F&B	매출액	7,894	6,617	7,482	7,921	8,250	4.5%
	영업이익	383	129	349	144	355	-7.4%
	OPM	4.9%	1.9%	4.7%	2.0%	4.3%	-0.6%p
	순이익	265	82	250	84	235	-11.3%
동원산업	매출액	6,165	6,257	6,738	6,621	7,025	14.0%
	영업이익	337	440	576	578	582	72.6%
	OPM	5.5%	7.0%	8.5%	8.6%	8.3%	2.8%p
	순이익	-76	153	323	299	1	-125.0%
롯데제과	매출액	4,583	3,970	4,918	5,457	5,402	17.9%
	영업이익	313	18	151	274	386	23.5%
	OPM	6.8%	0.5%	3.1%	5.0%	7.1%	0.3%p
	순이익	110	-163	83	151	253	129.6%
롯데칠성	매출액	6,699	5,543	5,749	6,775	6,571	-1.9%
	영업이익	512	17	193	463	490	-4.2%
	OPM	7.6%	0.3%	3.3%	6.8%	7.5%	-0.2%p
	순이익	259	-784	24	-446	293	13.3%
롯데푸드	매출액	4,965	4,133	4,252	4,664	4,776	-3.8%
	영업이익	275	13	86	186	212	-23.0%
	OPM	5.5%	0.3%	2.0%	4.0%	4.4%	-1.1%p
	순이익	179	-11	72	145	153	-14.5%
매일유업	매출액	3,337	3,262	3,375	3,497	3,497	4.8%
	영업이익	204	191	196	278	177	-13.5%
	OPM	6.1%	5.9%	5.8%	8.0%	5.1%	-1.1%p
	순이익	167	116	161	213	148	-11.5%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 롯데푸드는 별도기준, 나머지는 연결기준

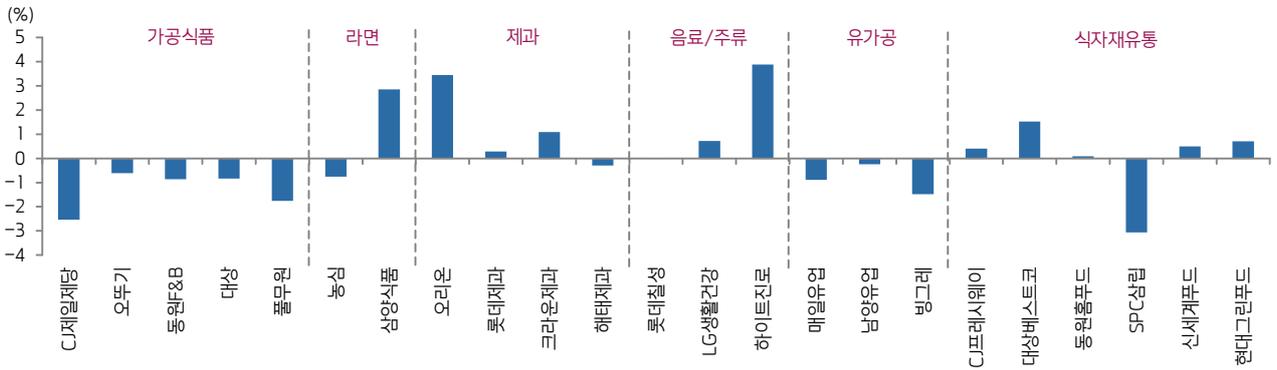
주요 기업 3Q19 실적 결과 (2) (단위: 억원)

회사명	구분	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY
무학	매출액	433	490	459	450	374	-13.6%
	영업이익	-43	-31	-19	-42	-40	적지
	OPM	-10.0%	-6.4%	-4.1%	-9.5%	-10.6%	-0.6%p
	순이익	19	-259	233	61	-56	적전
빙그레	매출액	2,711	1,723	1,774	2,494	2,645	-2.4%
	영업이익	252	-106	62	206	204	-19.2%
	OPM	9.3%	-6.2%	3.5%	8.3%	7.7%	-1.6%p
	순이익	203	-76	61	175	170	-16.2%
삼양식품	매출액	1,102	1,098	1,204	1,337	1,376	25.0%
	영업이익	127	114	153	208	210	65.1%
	OPM	11.5%	10.4%	12.7%	15.6%	15.2%	3.7%p
	순이익	101	-7	114	181	162	60.5%
신세계푸드	매출액	3,370	3,133	3,166	3,274	3,374	0.1%
	영업이익	56	48	32	72	62	11.3%
	OPM	1.7%	1.5%	1.0%	2.2%	1.9%	0.2%p
	순이익	29	-49	9	32	46	60.1%
오뚜기	매출액	5,796	5,527	5,967	5,670	5,970	3.0%
	영업이익	404	343	529	379	366	-9.3%
	OPM	7.0%	6.2%	8.9%	6.7%	6.1%	-0.8%p
	순이익	787	178	300	248	287	-63.5%
크라온제과	매출액	883	994	997	945	926	4.9%
	영업이익	36	12	80	62	48	33.0%
	OPM	4.1%	1.2%	8.0%	6.6%	5.2%	1.1%p
	순이익	21	7	58	42	33	55.0%
풀무원	매출액	5,862	5,683	5,493	5,971	6,268	6.9%
	영업이익	161	104	15	108	112	-30.0%
	OPM	2.7%	1.8%	0.3%	1.8%	1.8%	-0.9%p
	순이익	117	35	-59	92	89	-24.0%
하이트진로	매출액	5,001	4,717	4,230	5,244	5,291	5.8%
	영업이익	293	176	-42	106	492	67.9%
	OPM	5.9%	3.7%	-1.0%	2.0%	9.3%	3.4%p
	순이익	94	6	-138	-292	259	174.5%
해태제과식품	매출액	2,013	1,640	1,608	1,861	1,870	-7.1%
	영업이익	115	-24	18	85	103	-10.6%
	OPM	5.7%	-1.5%	1.1%	4.6%	5.5%	-0.2%p
	순이익	64	-102	-11	-15	56	-11.9%
현대그린푸드	매출액	8,094	8,197	7,792	7,608	7,906	-2.3%
	영업이익	331	226	269	281	300	-9.3%
	OPM	4.1%	2.8%	3.5%	3.7%	3.8%	-0.3%p
	순이익	255	123	324	280	267	4.8%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 크라운제과는 별도기준, 나머지는 연결기준

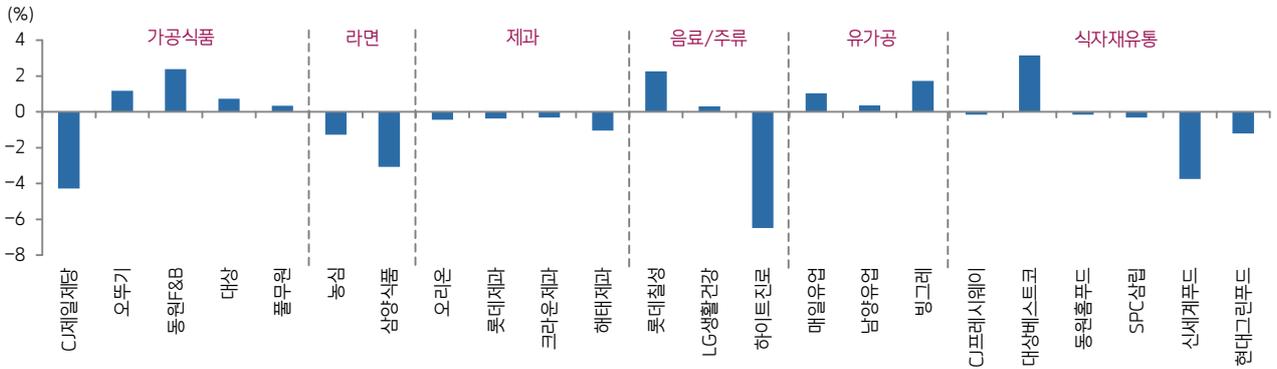
### 3Q19 OPM의 전년동기 대비 변화율 비교



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치센터

- 주: 1) CJ제일제당은 가공식품 기존사업(슈완스 제외), 대상은 별도 식품 사업, 풀무원은 풀무원식품 별도, 오리온은 국내 사업, LG생활건강은 음료 사업 기준임
- 2) 동원홀푸드는 동원F&B 조미유통 사업부, SPC삼립은 유통 사업부, 신세계푸드는 제조서비스 사업부 기준임
- 3) CJ프레시웨이는 연결기준임. 앞에서 언급되지 않은 모든 회사는 별도기준임

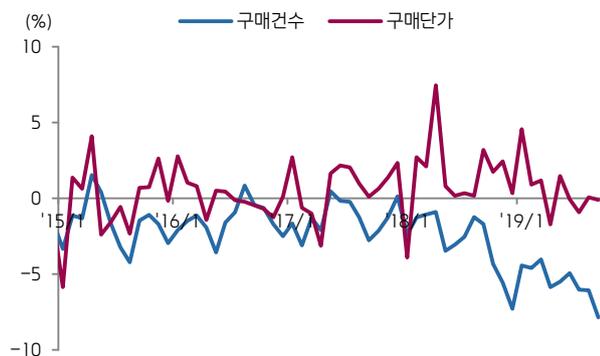
### 2Q19 OPM의 전년동기 대비 변화율 비교



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치센터

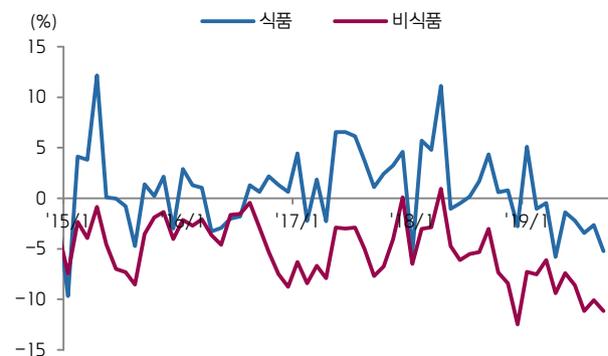
- 주: 1) CJ제일제당은 가공식품 기존사업(슈완스 제외), 대상은 별도 식품 사업, 풀무원은 풀무원식품 별도, 오리온은 국내 사업, LG생활건강은 음료 사업 기준임
- 2) 동원홀푸드는 동원F&B 조미유통 사업부, SPC삼립은 유통 사업부, 신세계푸드는 제조서비스 사업부 기준임
- 3) CJ프레시웨이는 연결기준임. 앞에서 언급되지 않은 모든 회사는 별도기준임

### 대형마트 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

### 대형마트 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

**고지사항**

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

**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 (2018/10/01~2019/09/30)**

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%