

2017.11.21

음식료(비중확대)

2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

Analyst 조미진

02)6923-7317

mj27@capefn.com



2018년은 다르다!

음식료 업종은 2017년 약세가 지속되었다. 가격인상을 단행했으나 물량 저항이 심했고, 음식료 업종 성장의 돌파구라고 생각했던 수출이 사드로 막혔다.

하지만 2018년은 원가 부담 감소, 해외 진출 활발 등으로 펀더멘털이 개선될 전망입니다. 펀더멘털의 개선은 주가 상승의 모멘텀으로 이어질 거라 예상합니다

2018년 음식료 업종에 대해 투자이견 비중확대를 유지합니다.
자체 실적 향상뿐 아니라, 시황개선의 수혜를 가장 크게 볼 것으
로 예상되는 CJ제일제당을 Top Pick 으로 제시합니다.

Contents

1	음식료 업체 투자의견 및 목표주가	04
2	2017년 Review	06
3	2018년 전망 및 투자포인트	07
4	투자포인트#1. 원가 부담 축소	08
5	투자포인트#2. 해외시장의 기회	11
6	투자포인트#3. 식자재유통 수확의 시기	21
7	참고. 스튜어십 코드 도입 수혜주 찾기	26
8	참고. 장기트렌드:음식료 산업과 4차산업혁명	29
9	기업선정	32
10	기업분석	33
	CJ제일제당 (097950KS Buy 유지 TP 550,000원 상향) 전 사업부의 이익이 레벨업될 전망	34
	KT&G (033780KS Buy 유지 TP 153,000원 유지) 과도기이지만 미래 성장성은 밝다	40
	오리온 (271560KS Hold 신규 TP 125,000원 신규) 중국시장에서 회복은 확실, 추가적 성장은 불확실	45
	하이트진로 (000080KS Buy 유지 TP 30,000원 유지) 2018년에도 이어지는 실적 개선 모멘텀	51
	농심 (004370KS Buy 유지 TP 470,000원 유지) 국내외 악재는 모두 지나갔다	55
	동원F&B (049770KS Buy 유지 TP 300,000원 상향) 포트폴리오 다각화와 자회사를 통한 성장	59
	신세계푸드 (031440KS Buy 유지 TP 180,000원 유지) 구조적으로 성장이 가능한 역량 확보	63

음식료 (비중확대)

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

2018년 음식료 업종은 1) 원가 부담 축소 2) 해외시장에서 매출 확대 3) 식자재유통 시장의 성장과 수익성 확대 등으로 인해 주요 기업들의 실적이 개선될 전망입니다. 산업의 환경과 개별 기업의 상황이 긍정적 흐름을 나타내고 있어, 업종 투자 의견을 비중확대로 유지합니다. 특히 2018년 모든 사업부의 실적 개선이 기대되는 CJ제일제당을 업종 내 Top Pick으로 추천합니다.

2018년 음식료 업종 비중확대와 업종 내 Top Pick으로 CJ제일제당 의견 유지

- 2017년 실적 부진의 이슈(사드, 물량지향 등) 소멸과 산업 성장 요인들이 결합되면서 주요 기업들의 실적이 개선될 전망
- 2018년 상반기에 기저효과로 전년대비 큰 폭의 실적 개선이 나타날 것으로 예상. 실적 개선의 연속성을 확인한 후, 2018년 중반부터 주가 흐름이 긍정적으로 바뀔 전망
- Top Pick: CJ제일제당/ 관심기업: KT&G, 오리온, 동원F&B

투자포인트1. 원가부담 축소

- 곡물가는 이상 기후로 인한 일시적 상승이 가능하지만 공급과잉으로 전반적으로 하향 안정화 추세가 유지될 전망
- 원화 강세가 지속될 경우, 환율 민감도가 높은 CJ제일제당이 가장 큰 수혜가 예상됨 (환율100원 하락시 영업이익의 약350억원 증가)

투자포인트2. 해외시장 진출

- 사드로 인해 제동이 걸렸던 기업들의 중국 수출이 다시 이전 수준으로 회복될 것으로 예상. 하지만 중국의 1) 소비 패턴 변화 2) 경쟁상황 변화를 고려하여 단순 회복과 지속 성장 가능성에 대한 고려가 필요함
- 중국과 같은 높은 성장성이 기대되는 베트남과 인도네시아에 대한 관심이 필요함

투자포인트3. 식자재유통 시장 성장

- 식자재유통은 1) 낮은 기업화 2) 외식 회복과 단체 급식 성장에 따른 동반 수혜 3) 식자재구매 중간 단계인 조미·소스 사업 확대를 통해 성장할 것으로 전망
- 최저임금인상은 우려감이 과도했고, 공정위 급식 내부거래 규제는 오히려 자율 경쟁을 통한 성장을 촉진할 것으로 예상

참고. 스튜어드십 코드 / 음식료 산업의 4차 산업혁명

- 배당 확대 기대감: 2018년 스튜어드십 코드 도입이 본격화 되면서 기업들의 배당성향이 확대된 전망: 현금성 자산 비중이 높은 KT&G, 농심과 자회사 편입 이슈가 있는 롯데 그룹이 우선적으로 배당 상승 가능성 큼
- 중장기적으로 4차산업에 대한 관심은 계속 커질 전망: 조리·접객 로봇, 스마트공장, 스마트팜, 4D푸드프린터, 미래식품

주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	2018E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
CJ제일제당	Buy	550,000	415,000	32.5	27,315	14.6	1.4	7.5	4,885
KT&G	Buy	153,000	117,500	30.2	9,436	12.4	1.8	15.3	-3,628
오리온	Hold	125,000	124,000	0.8	5,232	23.1	3.2	13.6	47
하이트진로	Buy	30,000	25,000	20.0	937	26.9	1.3	5.3	894
농심	Buy	470,000	362,000	29.8	20,658	16.6	1.0	6.5	-816
동원F&B	Buy	300,000	228,000	31.6	16,337	13.5	1.3	10.0	86
신세계푸드	Buy	180,000	141,500	27.2	8,580	15.9	1.5	10.0	93

자료: 케이프투자증권

CAPE

음식료 업체 투자의견 및 목표주가

Top Pick: CJ제일제당

음식료 업종 비중확대와 Top Pick 으로 CJ제일제당 의견 유지

2018년은 주요 기업들의 실적이 개선될 전망이다. 특히 2018년 상반기에 전년도 기저 효과로 실적 개선이 강하게 나타날 것으로 예상된다. 실적 개선의 연속성을 확인한 후, 2018년 중반부터 주가 흐름이 긍정적으로 바뀔 것으로 기대된다.

자체적 수익구조 개선 및 매출 확대와 시황개선에 따른 실적 개선의 모멘텀이 있는 CJ제일제당을 Top Pick으로 제시한다. 2017년 상반기 높은 곡물 투입가로 수익성이 악화되었던 식품 소재사업부는 브라질 셀렉타를 인수를 통해 수익구조가 개선됨에 따라, OPM을 6.8%까지 향상될 전망이다. 그 동안 판가에 따라 수익 변동성이 컸던 바이오사업도 고수익 아미노산(핵산, 트립토판, 발린)을 통해 안정적 이익 흐름을 확보했다. 가공식품은 국내외에서 고성장을 유지하고 있다. 특히 국내에서는 비용 효율화를 위해 판촉비를 관리하며 수익성을 고려한 영업을 진행함으로써 영업이익이 13.7%YoY 증가할 것으로 예상된다. 사료사업은 인도네시아 경쟁사들의 가격인상 반사이익, 베트남 축산 시황개선으로 2017년 흑자전환이 기대된다.

KT&G는 과도기에 있으나 지속적인 미래 성장을 위해서는 감수해야 하는 단계로 판단한다. 지구력을 갖고 투자하면 수익을 볼 수 있을 것으로 기대한다. 지난 11월 13일에 전자담배를 출시하였다. 아직 규모와 정도는 밝혀진 바가 없지만, 초반 투자비와 감가비 부담 때문에 수익성이 훼손될 위험도 있다. 하지만 전자담배가 단기 이슈로 끝나지 않는 분위기 속에서 초반 비용부담이 있더라도 신규 시장에 합류한 것은 필요한 일이었다. 2018년에는 일반 담배의 수요 감소는 있을 수 있지만, 담배 수출과 홍삼 수요 확대가 이어질 전망이다.

오리온은 투자의견 Hold로 신규 커버리지 개시한다. 음식료 업종 내 최근 가장 긍정적인 주가 흐름을 보이고 있으나 과도하다는 판단이다. 사드가 아니더라도, 중국 제과 시장은 1) 소비자 패턴 변화 2) 해외기업들과 경쟁 심화로 성장률이 둔화되었다. 사드회복에 이유만으로 오리온홀딩스와 합산 시총이 사드가 이슈가 되기 전보다 더 높은 수준까지 상승했다. 중국 매출도 사드 전 1조 3,460억원보다 낮은 1조 822억원까지 회복될 전망이다. 하지만 베트남과 러시아에서 견조한 매출과 이익 흐름은 긍정적이다.

동원 F&B는 자회사의 이익 레벨업으로 전사의 수익성이 강화될 전망이다. 참치어가가 2017년 전반적으로 높았기 때문에 2018년은 월별 참치어가가 전년대비 하락할 것으로 예상된다. 무엇보다 자회사 홈푸드가 외형 성장뿐 아니라 이익도 증가될 전망이다. 자회사와 다른 사업부들의 포트폴리오가 확대되면서 참치캔의 비중이 10% 내외로 감소하고 참치어가 변동성에 따른 리스크가 완화될 것으로 예상된다.

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

음식료 업체 투자 의견 및 목표주가

표1. 음식료 업체 투자 의견 및 목표주가 (단위: 십억원, %)								
기업명	투자 의견	목표주가(원)	상승여력(%)	구분(십억원)	'15	'16	'17E	'18E
CJ제일제당	Buy	550,000	32.5	매출액	12,924	14,563	16,452	18,146
				영업이익	751	844	834	1,024
				순이익	254	354	483	507
				PER(배)	28.9	18.8	15.3	14.6
				PBR(배)	1.7	1.5	1.5	1.4
				ROE(%)	4.9	6.2	7.7	7.5
KT&G	Buy	153,000	30.2	매출액	4,170	4,503	4,721	4,921
				영업이익	1,366	1,470	1,534	1,577
				순이익	1,032	1,226	1,243	1,278
				PER(배)	13.9	11.3	12.8	12.4
				PBR(배)	2.2	1.9	1.9	1.8
				ROE(%)	17.2	18.3	16.5	15.3
오리온	Hold	125,000	0.8	매출액	N/A	N/A	1,953	2,120
				영업이익	N/A	N/A	194	309
				순이익	N/A	N/A	138	218
				PER(배)	N/A	N/A	36.6	23.1
				PBR(배)	N/A	N/A	3.1	3.2
				ROE(%)	N/A	N/A	8.6	13.6
하이트진로	Buy	30,000	20.0	매출액	1,907	1,890	1,903	1,960
				영업이익	134	124	84	145
				순이익	53	38	30	67
				PER(배)	31.3	39.2	59.7	26.9
				PBR(배)	1.2	1.1	1.3	1.3
				ROE(%)	4.0	2.9	2.4	5.3
농심	Buy	470,000	29.8	매출액	2,182	2,217	2,267	2,417
				영업이익	118	90	112	139
				순이익	117	199	99	126
				PER(배)	22.8	10.1	21.1	16.6
				PBR(배)	1.6	1.1	1.1	1.0
				ROE(%)	7.3	11.6	5.4	6.5
동원F&B	Buy	300,000	31.6	매출액	1,931	2,241	2,568	2,839
				영업이익	77	73	74	97
				순이익	57	54	51	63
				PER(배)	26.7	14.2	16.8	13.5
				PBR(배)	2.9	1.4	1.4	1.3
				ROE(%)	11.4	9.9	8.7	10.0
신세계푸드	Buy	180,000	27.2	매출액	906	1,069	1,232	1,399
				영업이익	9	21	32	42
				순이익	7	14	22	33
				PER(배)	100.2	40.0	23.8	15.9
				PBR(배)	2.3	1.9	1.7	1.5
				ROE(%)	2.3	4.9	7.2	10.0

자료: 케이프투자증권

CAPE

2017 년 Review

2017 년은 주가 상승 모멘텀을 이어가지 못해, 전반적 약세 시기

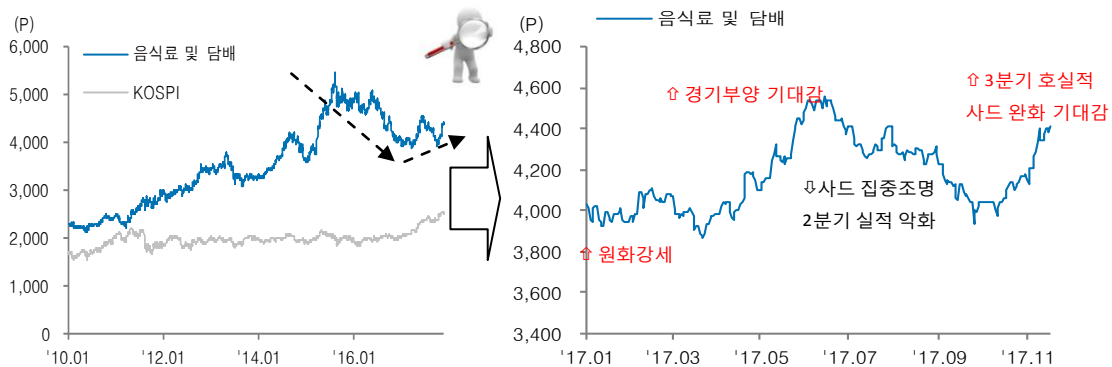
상반기 정치적 이슈로
주가 상승 → 사드로
인해 관련주 주가 하락
→ 하반기 어닝 회복에
따른 주가 상승

2017년은 2016년에 이어 음식료 업종 지수가 전반적으로 약세였다. 기간별로 살펴보면, 반기기준으로 상저하고의 흐름이었다. 연초에 환율이 원화강세로 흐름이 바뀌면서 원재료의 수입 때문에 환율 노출도가 높은 음식료 업종 주가 상승이 일시적으로 일어났다. 하지만 상대적으로 주가 흐름이 더 강했던 업종들이 있었기 때문에 연초 원화강세는 일시적 반등으로 마무리됐다. 이후 5월을 지나면서 신정부 출범에 따른 내수경기 부양 정책 기대감이라는 주가 상승 모멘텀이 있었다. 하지만 상황이 뒷받침되지 않았고 주요 기업들의 2017년 2분기 실적이 부진하면서 그 모멘텀을 이어가지 못했다. 설상가상으로 사드가 집중 조명되며, 수출 프리미엄까지 상쇄되었다.

하반기에 다시 주가 상승 흐름이 이어지고 있는데, 이는 펀더멘털 개선과 악재소멸 때문이다. 사드 이슈가 완화되고 있는 가운데 주요 기업들이 2017년 3분기 호실적을 기록하며 주가가 반등하고 있다. 이 모멘텀을 이어가기 위해서는 실적 개선의 연속성 확인이 필요하다고 판단된다.

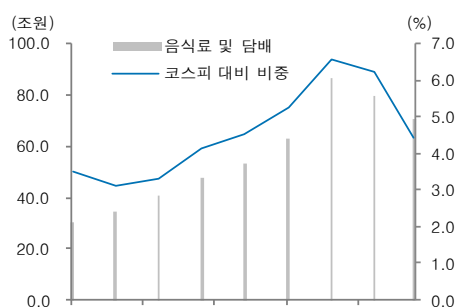
음식료 업종 지수의 주가 약세 시기에 밸류에이션도 조정받았다. 2015년 중국 수출 프리미엄을 받으며 PER22배 이상까지 상승했던 밸류에이션은 2016년과 2017년 PER15~16배까지 조정받았다.

그림1. 주가 추이 비교



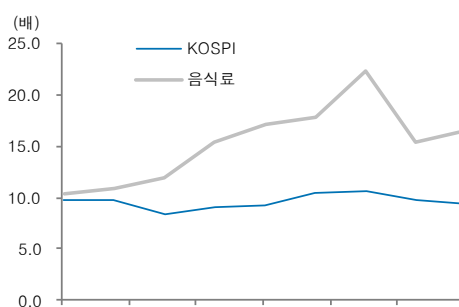
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림2. 시가총액 비교



자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림3. FWD PER 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

CAPE

2018년 전망 및 투자포인트

음식료 업종의 시황은 개선될 전망

투자포인트1.
원가부담 축소: 곡물가
& 환율

2018년 곡물가와 환율의 흐름이 우호적일 것으로 예상된다. 주요 곡물들은 공급과잉인 상황이라서, 전반적으로 하향 안정화 추세가 유지될 전망이다. 곡물가의 하향 안정화가 예상되는 가운데 환율이 원가 부담 증감의 주요 요소이다. 환율이 1,100원 아래로 하락할 경우, 관련 음식료 업종의 주가 상승 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 원화 강세가 지속되면, 환율 민감도가 높은 CJ제일제당이 가장 큰 수혜가 예상된다. (환율100원 하락시 영업이익 약350억원 증가)

투자포인트2.
해외시장 진출

사드로 인해 제동이 걸렸던 기업들의 중국 수출이 다시 이전 수준으로 회복될 것으로 예상된다. 하지만 중국의 1) 소비 패턴 변화 2) 경쟁상황 변화를 고려하여 단순 회복과 지속 성장 가능성에 대해서는 품목별로 구분할 필요가 있다. 제과보다는 향후 성장성이 높은 영유아 관련 제품의 투자가 현명하다고 판단한다.

더불어, 중국과 같은 높은 성장성이 기대되는 베트남과 인도네시아에 대한 관심과 투자가 필요한 시기이다. 베트남은 음식료 산업이 전반적으로 성장세에 있고, 인도네시아는 경제 턴어라운드와 맞물려 필수소비재 쪽의 소비 집중이 나타나고 있다.

투자포인트3.
식자재유통 시장 성장

식자재유통은 1) 낮은 기업화 2) 외식 회복과 단체 급식 성장에 따른 동반 수혜 3) 식자재구매 중간 단계인 조미·소스 사업 확대를 통해 성장할 것으로 전망한다.

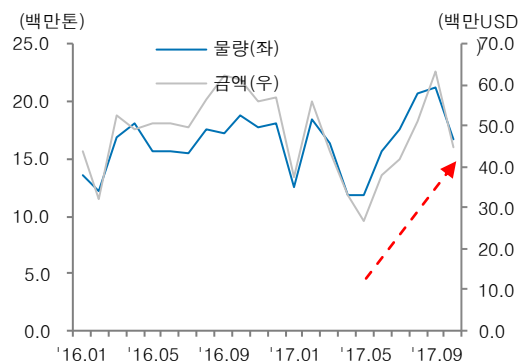
최근 식자재유통 관련한 여러 이슈들이 있었는데 과도한 반응이었고, 우려는 주가에 기반영된 것으로 판단된다. 최저임금인상은 우려감이 과도했고, 공정위 급식 내부거래 규제는 오히려 자율 경쟁을 통한 성장을 촉진할 것으로 예상된다.

그림4. 환율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림5. 중국 수출 추이



자료: 관세청, 케이프투자증권

CAPE

투자포인트#1. 원가 부담 축소

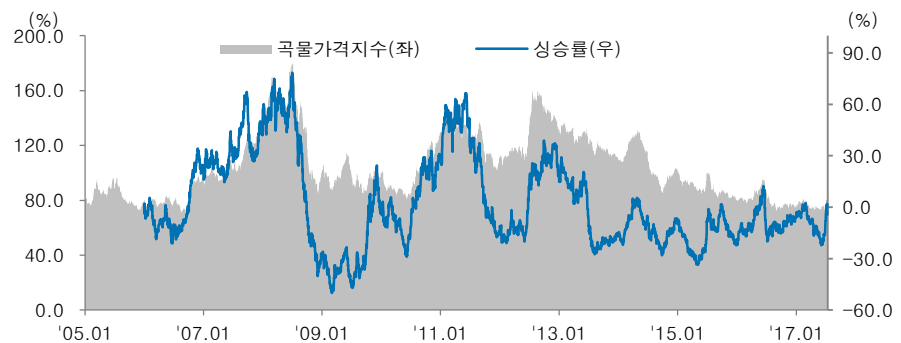
곡물가 하향 안정세 지속될 전망

공급과잉으로 곡물
가격 상승은 제한적

곡물가 하향 안정세가 지속되면서 원가 부담이 축소될 전망이다. 곡물가는 당분간 하향 안정세를 지속할 것으로 예상하는데, 무엇보다 공급과잉 현상이 지속되고 있기 때문이다. 최근에는 주요 곡물들의 2018년 기말 재고율 예상치가 2017년 기말 재고율 수치보다 낮아졌지만 아직도 공급이 많은 상황이다. 올 겨울 라니냐 현상이 발생할 확률이 높다는 의견들도 나오고 있다. 이상기후가 발생할 경우 가격 인상은 불가피하지만 일시적 문제이고, 수급적 이유 때문에 가격은 상방경직성이 있다.

곡물가 하향 안정화가 지속된다면, 음식료 기업들은 원가 부담은 축소되고 영업이익은 증가하는 효과를 가져온다. 기업별로 차이가 있지만 전체 매출의 약 70%를 차지하는 것이 원가 이고 이 중 약 30%가 원재료 수입비용이다. 곡물가 안정화로 원가에서 가장 큰 비중을 차지하는 원재료비 부담이 줄어들 것이고, 특히 상반기에 전년대비 이익 증가폭이 크게 나타날 것으로 예상된다.

그림6. 곡물가격 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림7. 주요 곡물 기말 재고율 추이



자료: USDA, 케이프투자증권 재고율=재고량/소비량

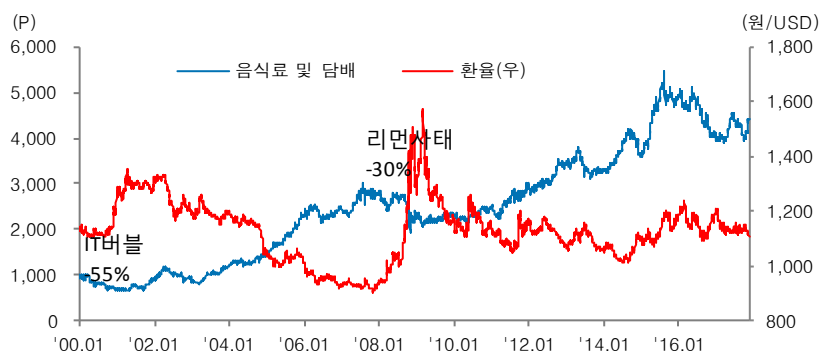
환율 변화에 따른 기업별 민감도 분석

환율에 따른 이익
변동성이 큼

대부분의 원재료를 수입하기 때문에 우리나라 음식료 기업에게 환율은 매출과 이익을 결정짓는 중요한 요소이다. 원화가 강세를 보이면, 생산비용에서 수입원재료 비중이 높은 음식료 기업에게 유리하게 작용한다. 반면 최근에는 수출을 활발히 하는 기업들이 증가하고 있는데, 수출에도 환율의 영향은 크다. 수출에서는 달러 강세 때 환율에 따른 수혜를 본다.

영업외 부문에서도 환율이 주는 이익결정도는 크다. 원재료 조달 및 구매를 위한 유산스(USANCE)가 외화 부채로 계상되어 환율에 따라 평가손익이 발생하기 때문이다.

그림8. 환율과 음식료 지수 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

환노출액 변화에 따른
영업이익 변동률

2017년은 전반적으로 우호적인 환율 분위기였고, 2018년에도 이러한 추세는 이어질 확률이 높은 것으로 전망한다. 2017년 상반기 실적을 기준으로 대표 음식료 기업들의 환노출도와 민감도를 확인해 보았다. 환율에 따른 변동성이 가장 큰 곳은 CJ제일제당과 KT&G이다. 하지만 두 기업의 환율에 따른 이익 변동은 반대 방향을 나타낸다. 원화강세 시 수혜기업은 CJ제일제당, 오투기이고, 달러강세 시 수혜 기업은 KT&G, 오리온이다.

기업별로 환율에 영향을 받는 금액은 얼마이고, 이 환노출액의 변동성에 따라 영업이익이 어떻게 변화하는지 추정해 보았다. 환노출액은 환율에 영향을 받는 금액이다. 영업단에서 환율에 영향을 받는 부분은 수출로 벌어들이는 금액과 수입으로 해외에 지출하는 금액이다. 2017년 상반기를 기준으로 기업별로 영업이익과 환노출액을 구하고 환노출액이 변동될 때, 영업이익은 얼마나 움직이는지 변동률을 계산해서 민감도를 구했다.

식품 사업부에서 원재료 수입 비중이 큰 CJ제일제당의 경우는 원화강세 시 가장 큰 수혜를 입는다. 전체 원재료 투입액 중 수입이 차지하는 비중이 거의 100% 이기 때문에 환율 변화에 따른 영업이익 변동이 클 수 밖에 없다. 영업단의 환율에 노출되어 있는 금액은 반기 기준 약 4,000억원 수준이다. 환율이 100원 감소할 경우, 영업이익은 약 350억원 증가한다.

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

KT&G는 원재료를 수입하는 비중은 20%밖에 되지 않고, 전체 매출 중 해외시장에서 벌어들이는 수입이 20% 이상이기 때문에 달러가 강세일 때 영업이익이 증가한다. 실제로 담배 수출 수량 증가가 두 자리 수 이상으로 나타날지라도 원화가 강세일 때는 ASP 상승 효과가 적게 나타나서, 전체 수출에 의한 매출 상승은 절감 된다. 영업단 환노출액은 수출금액이 크기 때문에 반기 기준으로 약 4,300억원 이상으로서, 환율이 100원 상승할 때, 영업이익이 약 380억원 증가한다.

오리온은 해외 매출이 2017년 반기 기준으로 약 60%이다. 원재료들을 국내와 해외에서 모두 조달하고 있는데, 두 비중이 크게 차이 나지 않는다. 따라서 환율 변동에 대한 영향은 원가보다는 수출에 더 크다. KT&G와 동일하게, 영업단 환노출액이 반기 기준으로 약 4,300억원 이상이고 환율이 100원 올라가면 영업이익은 약 380억원 증가한다. 오리온은 2017년 사드 여파로 중국 매출이 감소하였기 때문에, 환노출액이 과거 대비 낮게 나온 부분에 대한 고려가 필요하다. 중국 매출이 회복할수록 수출에 의한 환노출액이 증가하기 때문에 환율에 따른 민감도도 380억원보다 커질 것이다.

표2. 환율 변동에 따른 기업별 민감도 분석 (2017년 상반기 기준) (단위: 십억원, %)

	CJ제일제당	삼양사	오뚜기	농심	동원F&B	신세계푸드	하이트진로	KT&G	오리온
매출액	4,727	1,002	1,045	1,092	1,221	588	905	2,340	871
해외 매출 -a	2,102	62	99	211	26		92	500	524
매출원가	6,104	830	809	728	911	505	532	940	498
원재료 및 상품매입액	2,919	738	727	556	400	307	267	321	190
수입원재료 투입액 -b	2,505	253	436	318	105	134	32	64	92
영업단 환노출액 c=a-b	-404	-191	-337	-106	-79	-134	60	436	432
OP -e	248	42	72	51	39	13	8	782	49
환율+100원당 OP변화-d 1H17 1,142.06원 기준	-35	-17	-30	-9	-7	-12	5	38	38
환노출액에 따른 영업이익 민감도=e/c	-61.4	-21.7	-21.2	-47.7	-49.0	-10.0	12.6	179.3	11.4

자료: 케이프투자증권

표3. 곡물 투입가 변동에 따른 기업별 민감도 분석 (2017년 상반기 기준) (단위: 십억원, %)

	CJ제일제당	삼양사	오뚜기	농심	동원F&B	신세계푸드	하이트진로
매출액	7,775	1,002	1,045	1,092	1,221	588	905
수입 원재료 투입원가 - (a)	2,505	253	436	318	105	134	32
매출액 - 수입 원재료 투입가	5,270	749	609	774	1,116	454	872
OP - (b)	248	42	72	51	39	13	8
OPM (%)	3.2	4.1	6.8	4.6	3.2	2.3	0.8
투입원가에 따른 OP변화(%)=(b/a)	9.9	16.4	16.4	16.0	36.8	10.0	23.5

자료: 케이프투자증권

CAPE

투자포인트#2. 해외시장의 기회

수출은 음식료 기업들의 성장을 이끄는 확실한 요소!

다시 보는 중국주!

중국과의 관계 개선으로 한한령 규제가 점차 개선 중에 있는 지금 시점에서 중국주들의 옥석가리기가 필요하다.

전통 내수주라는 인식이 강했던 음식료 시장의 확실한 성장 요소로 부각된 것이 수출이다. 인구의 제한적 상승과 인구구조의 변화 속에서 더 이상 큰 변화는 없을 것으로 생각되었던 음식료 기업들에게 해외 진출은 시장 파이 자체가 증가를 의미한다. 특히, 2010년부터 2015년까지 음식료품의 주가 상승을 이끌었던 요인은 중국의 소비 증가와 국내 음식료 기업들의 중국 시장 진출이었다. 음식료 기업 중 중국관련주는 오리온, 농심, 매일유업 등을 꼽을 수 있는데, 중국 시장이 주목 받았던 기간에 오리온 PER24배, 농심 PER29배, 매일유업 PER20배로 고평가를 받았다. 하지만 이들 모두 한한령이 가장 이슈가 되었던 기간에 주가 조정이 있었다.

그림9. 음식료품 장기 주가 추이



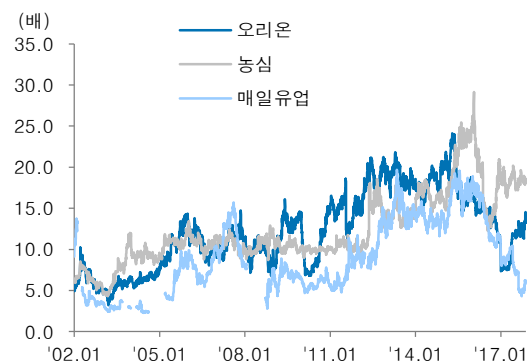
자료: Quantwise, 케이프투자증권

그림10. 중국관련주 주가 추이



자료: Quantwise, 케이프투자증권

그림11. 중국관련주 PER 추이



자료: Quantwise, 케이프투자증권

중국관련주 옥석가리기 필요!

이전과 다른 관점에서
접근 필요

최근 중국주들의 주가가 다시 강세를 보이고 있다. 내달 한중 정상회담 이후 한류에 대한 규제가 완전히 해제될 것이라는 전망이 지배적이기 때문이다. 2016년 7월 한국의 사드(THAAD, 고고도 미사일방어체계) 배치가 확정된 이후부터 이에 대한 보복조치로 한한령이 적용되고 있었다. 한류 금지령 여파로 음식료에서도 중국 매출 비중이 높은 기업들의 주가가 큰 폭으로 하락했다.

하지만 중요한 것은 한한령의 완전한 해제 후 이전과 같은 수준의 성장성이 유효한가의 여부이다. 현재 중국관련주들은 성장성과 시장 상황에 대한 확인 없이 무조건 중국 프리미엄을 받고 있는 분위기이다.

중국은 빠르게 변화하고 있다. 중국의 소비 문화와 트렌드 및 소비자 패턴의 변화를 함께 살펴보고, 앞으로 성장성이 높은 기업에 투자해야 한다. 이전과 같은 관점으로 기업과 시장성장성을 일괄적으로 보아서는 안 되는 시점으로 판단한다.

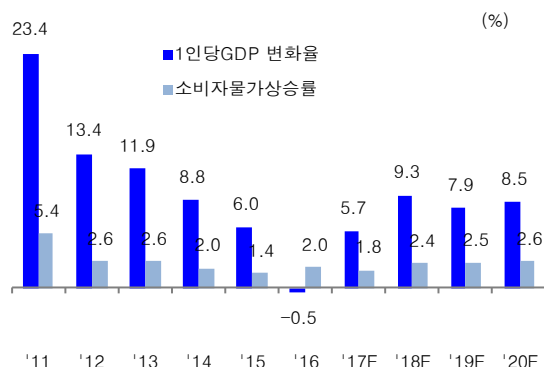
중국 시장 상황

중국 경제는 회복 추세에 있고, 음식료 시장에서는 프리미엄 가격대의 제품군의 판매가 확대될 전망이다.

중국 경제는 2011년을 기점으로 하향세였다. 1인당 GDP도 성장률이 하락하며 2016년은 역성장을 기록했다. 중국 정부의 중립적인 통화 정책에 따라 물가 상승률은 둔화되었다. 하지만 최근에는 중국 경제도 회복의 기미가 나타나고 있다. IMF(국제통화기금)의 발표에 따르면 2017년의 중국 1인당 GDP는 5.7%인 양의 성장률로 회복할 것으로 추정된다. 중국 음식료 시장을 보면, 지난 1년 동안 역성장을 보이던 판매 물량도 최근 1년 동안은 소폭이지만 양의 성장세로 돌아서면서 시장의 판매량(Q)가 회복되는 모습을 보여주고 있다. 주목할 것은 금액 성장률 부분이다. 1인당 GDP 성장률과 소비자 물가 상승률이 둔화되고, 시장의 판매량이 역성장을 보였는데도 불구하고 금액 성장률은 3% 수준을 유지했다. 이 수치들의 의미는 음식료 시장에서 가격대가 높은 일부 제품들의 판매는 경제 상황과 상관없이 계속해서 확대됐다는 것이다.

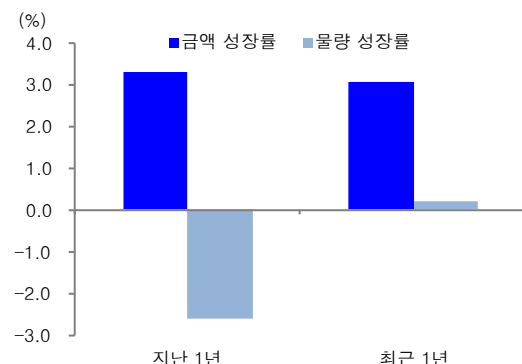
음식료 시장에서도 성장하는 품목은 구분된다. 품목별로 보면, 지난 1년간 제과는 역성장을 보였고, 반면 음료와 유가공 시장은 각각 6.5%, 6.7%로 전체 시장 성장률보다 높은 수치를 보였다. 이는 시장환경, 채널 시프팅, 소비자 트렌드 변화와 맞물려있다.

그림12. 경제 상황



자료: IMF, 케이프투자증권

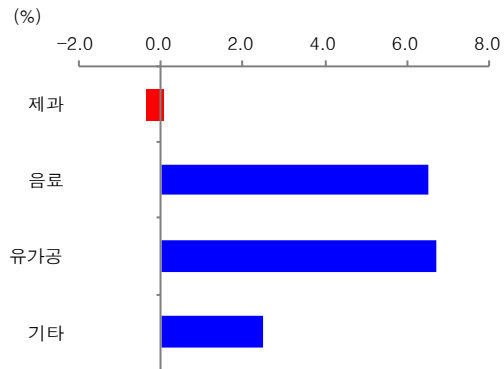
그림13. 식품 시장 성장률 추이



자료: 업계자료, 케이프투자증권

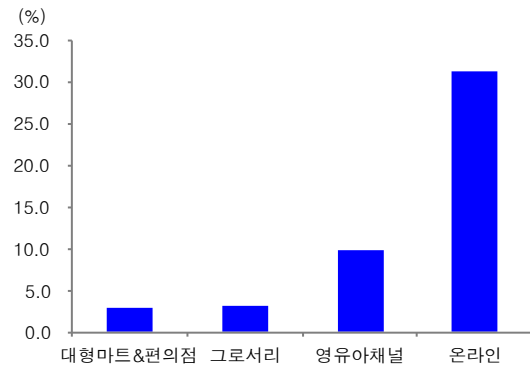
음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

그림14. 주요 식품군별 성장률



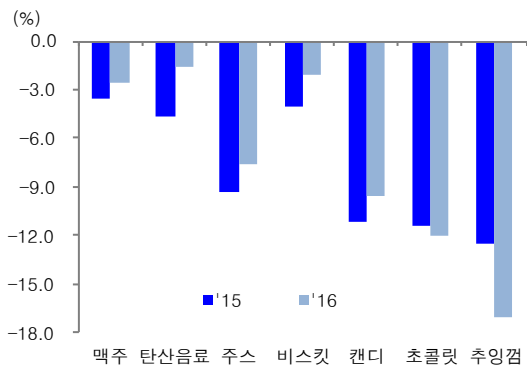
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림15. 채널별 성장률



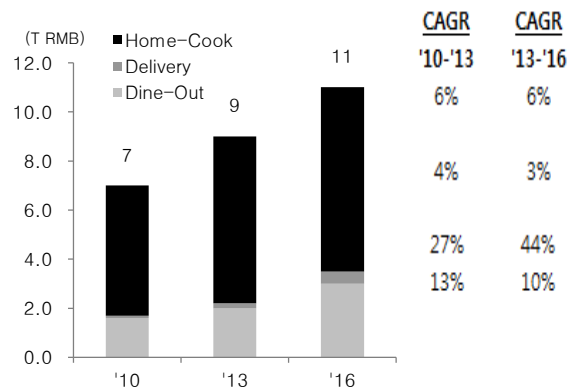
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림16. 카테고리별 전년대비 성장률



자료: Kartar, Bain&Company 케이프투자증권

그림17. 식품 시장 성장률 추이



자료: Euromonitor, Bain&Company, 케이프투자증권

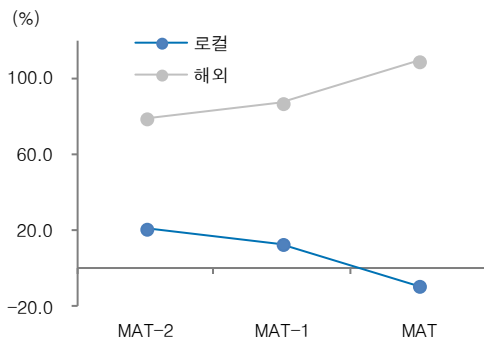
- 1) 고급화 트렌드
- 2) 로컬 기업보다 해외 기업을 선호하는 제품
- 3) 중국 시장 내 성장성

중국 음식료 시장에서는 고급화가 가장 주요 성장 요인이다. 중국에서도 고령화가 진행 중에 있는데, 미래에 대한 대비로 저축보다 건강에 대한 투자 및 소비가 확대되고 있다. 1인당 건강관련 지출은 연평균 16%씩 증가하고 있으며 지출 증가분은 점진적으로 더 커지고 있다. 즉, 음식료 시장도 건강관련 제품이 성장할 기회가 점차 커지고 있다. 또한 한가지 화두는 개별화이다. 이전의 소품종 대량 생산 체제에서 다품종 소량 생산 체제로 넘어가는 단계에 중국 시장은 위치해 있다. 특히 젊은 세대일수록 유명한 브랜드나 대량 생산 시장 보다는 틈새 시장, 독특한 제품에 대한 관심이 높아지고 있다. 중국 경제 성장은 이러한 시장의 고급화를 뒷받침 해주고 있다. 소비자들의 소득 수준이 높아지면서 음식료 시장에서도 제품의 질적 측면을 고려하고 소비를 통한 가치 추구를 높이고 있다.

중국 로컬기업들은 빠르게 변화하는 소비자들의 트렌드를 파악해서 반영하고, 빠른 의사결정을 내리는데 이점이 있기 때문에 최근 해외 기업보다 높은 성장률을 보이고 있다. 중국에 진출한 해외 기업들은 성장률이 둔화되고 있고, 최근에는 역성장으로 돌아선 모습까지 보이고 있다. 실제로 시장대응 측면에서는 해외 기업들이 중국 로컬 기업들보다 느릴 수 밖에 없다.

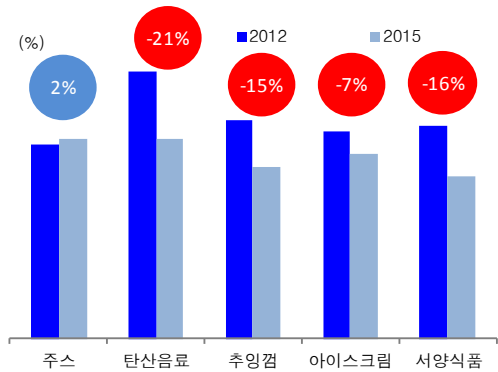
하지만 해외 음식료 기업들이 공략할 수 있는 품목이 바로 고급화와 건강관련 제품이다. 또한 온라인 시장의 성장도 해외 기업들에게는 시장을 확대하는데 긍정적 요인으로 작용할 전망이다. 1) 고급화 트렌드 2) 로컬 기업보다 해외 기업을 선호하는 제품 3) 시장 규모 및 성장성 측면을 고려하여 중국 시장내에서 향후 성장할 수 있는 기업들에 대한 옥석가리기가 필요하다.

그림18. 해외 vs 로컬 기업 매출 성장률 비교



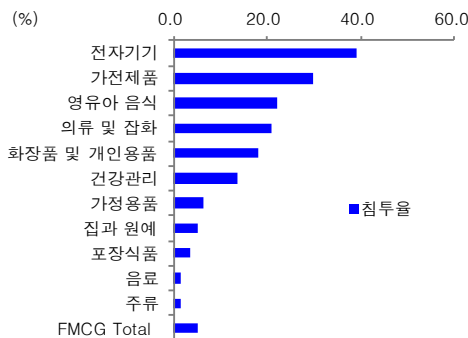
자료: Bain&Company, 케이프투자증권

그림19. 카테고리별 침투율: 건강에 대한 관심이 투영



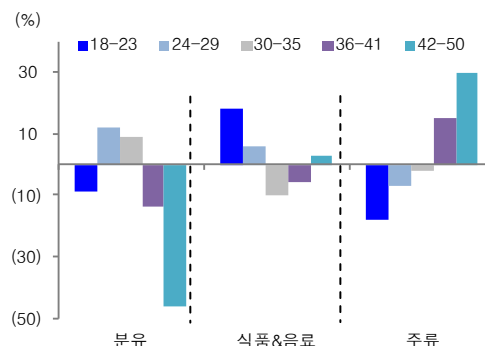
자료: McKinsey, 케이프투자증권

그림20. FMCG 카테고리별 온라인 침투율



자료: Bain&Company, 케이프투자증권

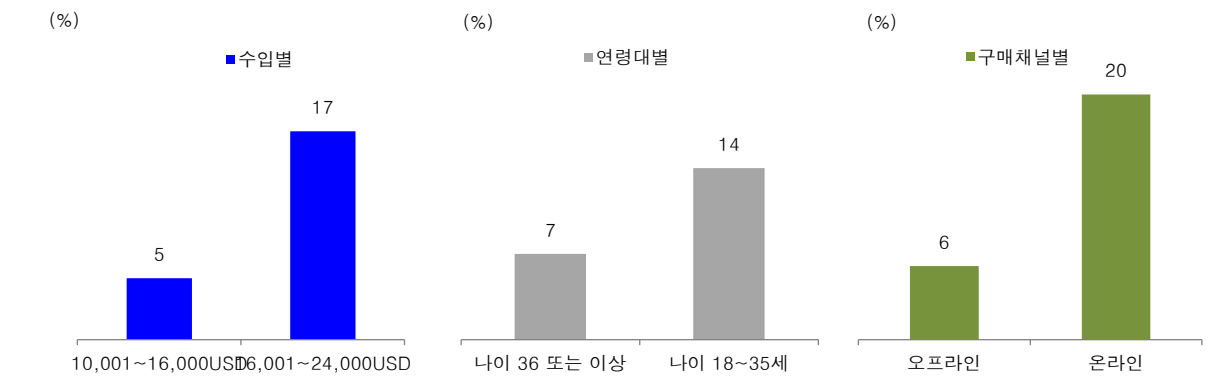
그림21. 연령대별 카테고리 침투율



자료: Bain&Company, 케이프투자증권

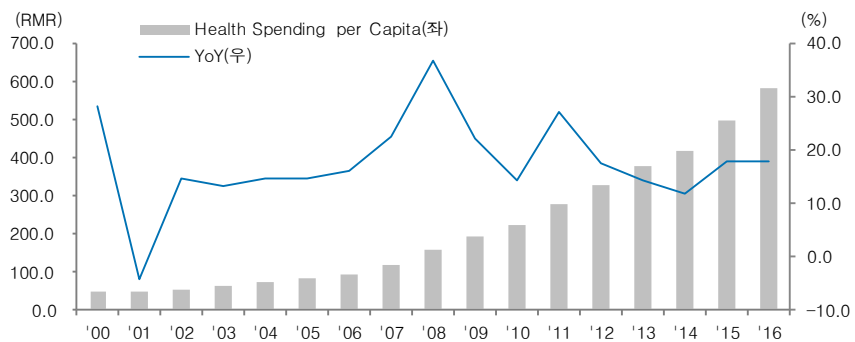
음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

그림22. 구매 CAGR 2015-2020년



자료: 중국국가위생계 학생육위원회, 케이프투자증권

그림23. 중국 1인당 건강관련 지출 추이



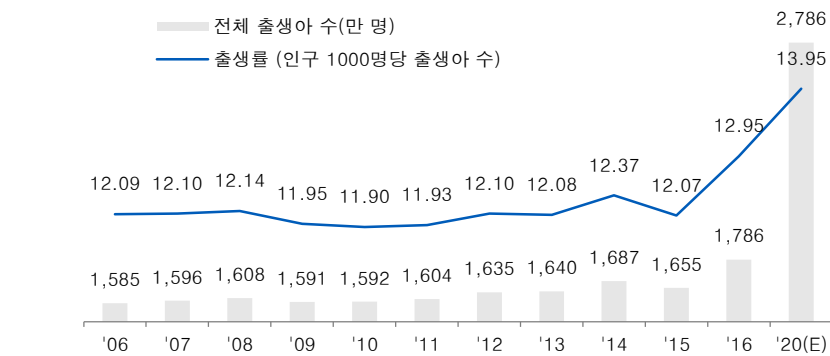
자료: TheGlobalEconomy, 케이프투자증권

중국 영유아 시장이 기준에 부합

중국 영유아 관련 제품은 1) 고급화 트렌드 2) 로컬 기업보다 해외 기업을 선호하는 카테고리 특성 3) 시장 규모 및 성장성 측면에 모두 부합한다. 중국은 1979년부터 시행해 온 “한 가정 한 아이 (One-Child Policy)” 정책을 통해 산아제한 정책을 시행해왔다. 이 정책은 총 4억명의 산아 제한 효과를 거두었지만 중국 인구의 고령화 결과를 가져왔다. 이에 중국 정부는 2016년에 산아 제한 정책을 폐지하고 법적인 제재 없이 한 가정에서 두명까지의 아이를 낳을 수 있도록 허용했다. 중국 국가위생계획생육위원회는 2016년 자녀 둘 이상 부부의 비율이 2015년에 비해 10%pt 늘어난 45%로 추산됐다. 이런 추세라면 2050년까지 3,000만명의 잉여 노동력이 확보될 것이고 고령화 비율도 2%까지 낮아질 것이라고 예상한다. 또한 중국 영유아 용품시장은 향후 3년간 연평균 15% 성장하며 내년 약 531조원에 이를 것으로 전망된다.

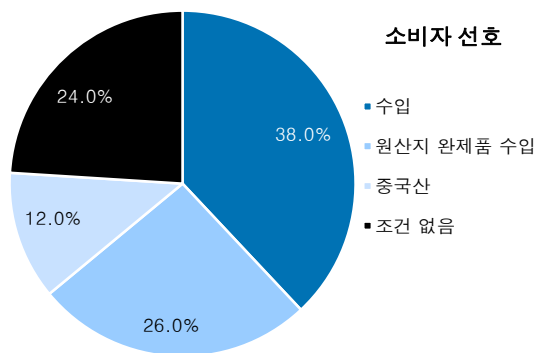
음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

그림24. 중국 출생률 및 전체 출생아 수 추이 및 전망



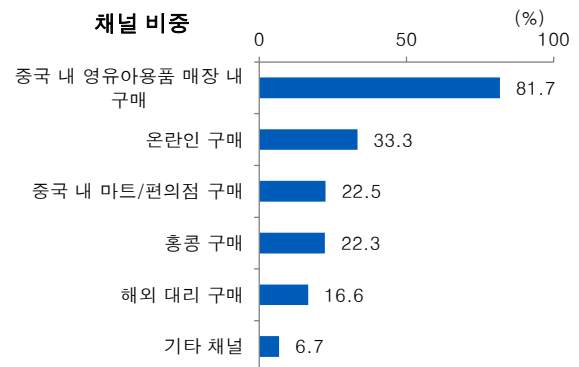
자료: 중국국가위생계 학생육위원회, 케이프투자증권

그림25. 중국 소비자들의 선호하는 분유



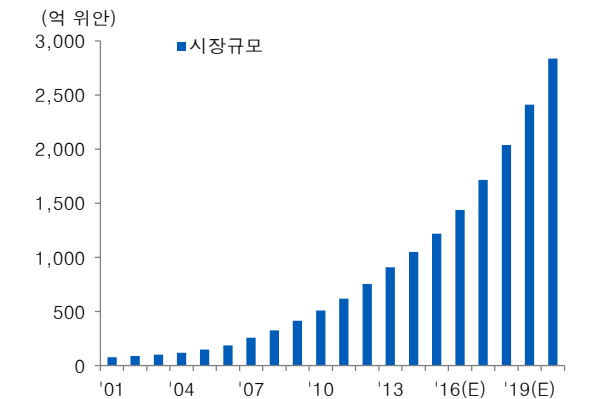
자료: 中国产业信息网, 케이프투자증권

그림26. 중국 영유아 분유 구매 채널 비교



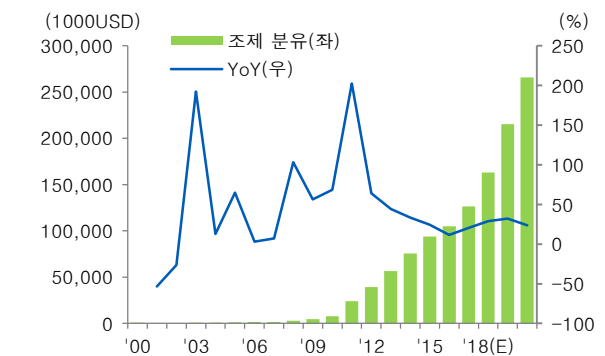
자료: 中国产业信息网, 케이프투자증권

그림27. 중국 조제분유 시장 규모 및 전망



자료: 中国产业信息网, 케이프투자증권

그림28. 중국향 한국 조제분유 수출 추이 및 전망



자료: 관세청, 케이프투자증권

중국 외에 새로운 국가로 눈을 돌리자!

- 1) 노출도 확인
- 2) 경제 성장 전망
- 3) 시장 성장 여력 및 가능성 확인

중국 이외에 신흥국의 높은 성장률에 관심이 필요한 시점이다. 1) 점차적으로 중국에서 성장하는 또는 성장 가능한 품목이 한계에 부딪히기 시작했으며, 2) 국가별 포트폴리오 다양화 측면에서 중국 외 신규 국가에 대한 투자가 필요하다.

한국 문화에 대한 노출도가 높고, 앞으로 성장 가능한 국가에 인도네시아와 베트남이 해당된다. 1) 한국 방문자 수 추이를 통한 노출도 확인 2) GDP 성장률 추이를 통한 국가 경제 성장 전망 3) 수출 성장률 및 비중을 통한 성장 여력 및 시장 성장 가능성 확인 과정을 기반으로 하였다.

1984년부터 베트남의 연평균 한국 방문자 수 증가 속도는 40.3%로 중국(42.0%)과 비슷하다. 이러한 추세가 계속 이어지며, 2010년부터의 집계에서도 연평균 19%로 높은 수준을 유지한다. 인도네시아는 1984년부터 방문자 수는 11.4%로 중국과 베트남의 수치보다는 다소 낮은 수치를 보이고 있으나, 최근 방문자 수가 가파르게 늘어나는 추세이다. 2010년부터 확인한 수치는 21%로 중국(28%) 다음으로 높은 수준이다.

GDP 성장률도 최근과 향후 2~3년 동안 하이싱글의 높은 수준을 유지할 것으로 전망된다. 따라서 각 국가의 경제 또한 지속 성장하며, 소비가 증대될 수 있는 기반이 마련될 것으로 예상된다.

인도네시아와 베트남은 우리나라 음식료 수출 비중의 각각 2.2%, 3.0%의 비중을 차지한다. Top10 안에 드는 주요 수출 대상국이지만 아직 비중이 작아 성장 가능성도 있는 곳들이다.

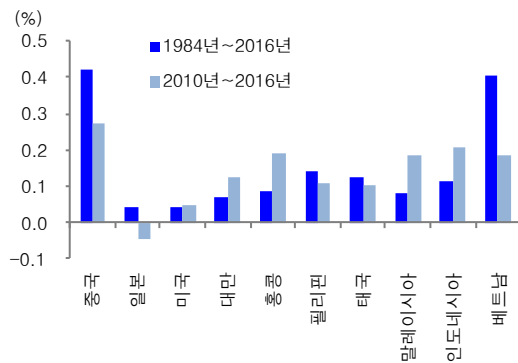
	'00	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17
중국	443	482	539	513	627	710	897	1,069	1,168	1,342	1,875	2,220	2,837	4,327	6,127	5,984	8,068	3,192
일본	2,472	2,377	2,321	1,803	2,443	2,440	2,339	2,236	2,378	3,053	3,023	3,289	3,519	2,748	2,280	1,838	2,298	1,725
미국	459	427	459	422	511	531	556	587	610	611	653	662	698	722	770	768	866	653
대만	127	129	137	195	305	351	338	335	320	381	406	428	548	545	644	518	833	692
홍콩	201	205	179	156	155	166	143	140	160	216	229	281	360	400	558	523	651	491
필리핀	249	211	216	217	213	223	248	264	277	272	297	337	331	401	435	404	557	331
태국	88	73	74	78	103	113	129	147	161	191	261	309	387	373	467	372	470	337
말레이시아	60	56	83	91	94	97	90	83	84	80	114	156	178	208	245	223	311	197
인도네시아	59	57	65	63	62	62	63	67	81	81	95	124	149	189	208	194	295	170
베트남	21	20	24	28	34	45	46	60	76	76	90	106	107	117	142	163	251	234

	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16
중국	8.9	11.9	-4.9	22.3	13.2	26.3	19.2	9.3	14.9	39.7	18.4	27.8	52.5	41.6	-2.3	34.8
일본	-3.8	-2.4	-22.3	35.5	-0.1	-4.1	-4.4	6.4	28.4	-1.0	8.8	7.0	-21.9	-17.0	-19.4	25.0
미국	-6.9	7.6	-8.2	21.2	3.8	4.7	5.7	3.9	0.2	6.8	1.3	5.5	3.5	6.6	-0.3	12.8
대만	1.8	5.8	42.1	56.7	15.3	-3.8	-0.9	-4.5	18.9	6.8	5.4	28.0	-0.7	18.2	-19.5	60.8
홍콩	2.0	-12.5	-12.8	-0.8	7.2	-14.1	-1.9	14.4	34.6	5.9	22.9	28.2	11.2	39.4	-6.3	24.3
필리핀	-15.2	2.3	0.4	-1.5	4.3	11.5	6.3	4.9	-1.7	9.4	13.4	-1.8	20.9	8.6	-7.2	37.9
태국	-16.8	1.1	5.7	31.1	9.9	14.0	14.2	9.5	18.8	36.5	18.6	25.3	-3.8	25.2	-20.4	26.5
말레이시아	-6.8	48.1	9.6	3.7	2.8	-7.0	-7.6	0.8	-4.4	41.9	37.5	13.9	16.6	17.7	-8.7	39.4
인도네시아	-3.0	13.6	-3.6	-2.0	1.3	0.9	7.3	20.1	0.0	17.6	30.7	19.9	26.8	10.1	-7.1	52.6
베트남	-5.0	15.6	19.8	19.5	34.7	1.4	30.8	26.8	-0.6	18.7	17.0	0.9	9.9	20.9	15.0	54.5

자료: 한국관광공사, 케이프투자증권

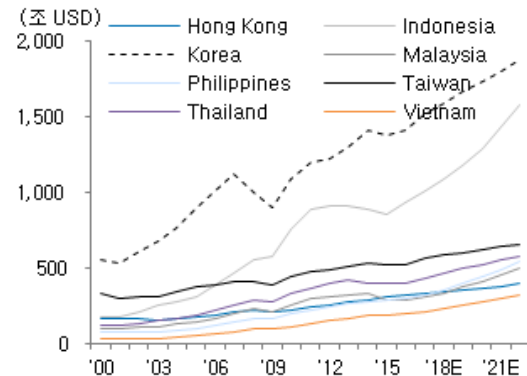
음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

그림29. 국가별 대한민국 방문자수 연평균 성장률



자료: 케이프투자증권

그림30. 주요국 GDP 추이 및 전망



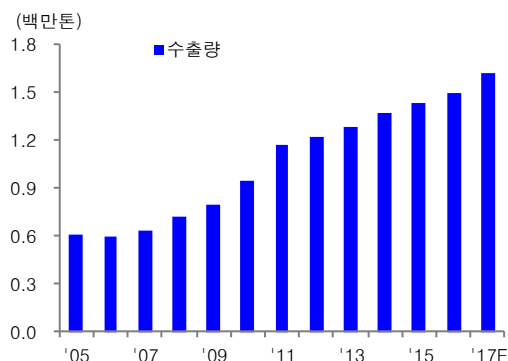
자료: IMF, World Economic Outlook Database, 케이프투자증권

표6. 국가별 GDP 성장률 추이

	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17E	'18E	'19E
대한민국	9.9	1.7	6.8	8.1	-2.0	2.0	8.4	4.4	4.4
중국	24.0	13.9	12.4	9.3	6.6	0.1	6.3	9.9	8.6
홍콩	8.7	5.7	5.0	5.7	6.2	3.7	4.1	3.2	3.9
인도	6.7	0.3	1.6	9.6	2.7	8.3	7.7	8.8	10.3
인도네시아	18.2	3.0	-0.3	-2.8	-3.4	8.3	8.4	8.0	8.0
일본	8.0	0.7	-16.9	-6.0	-9.7	12.7	-1.1	3.7	2.8
말레이시아	16.8	5.5	2.8	4.6	-12.3	0.0	4.5	10.0	10.5
필리핀	12.3	11.6	8.7	4.7	2.9	4.1	5.3	11.4	11.1
대만	8.9	2.1	3.2	3.7	-1.0	0.8	7.9	2.9	2.8
태국	8.7	7.2	5.8	-3.3	-1.8	2.0	7.5	6.6	6.8
미국	3.7	4.1	3.3	4.4	4.0	2.8	4.0	4.3	4.1
베트남	19.4	15.6	9.6	9.0	3.0	5.1	7.3	8.7	8.9

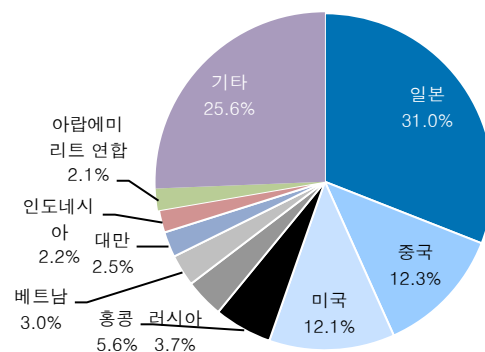
자료: IMF, World Economic Outlook Database, 케이프투자증권

그림31. 조제식품, 음료, 주류, 담배 수출량 추이



자료: 관세청, 케이프투자증권

그림32. 국가별 비중 (2017년 1월~10월 합 기준)



자료: 관세청, 케이프투자증권

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

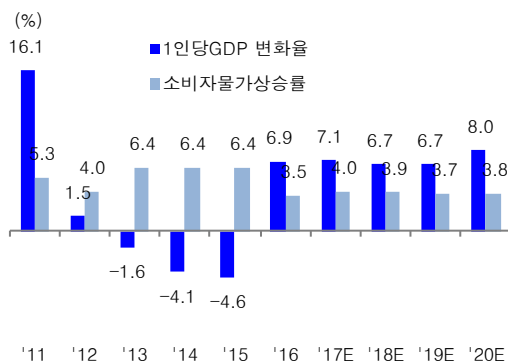
인도네시아 시장:
필수 식품 위주 소비

인도네시아는 경제가 회복되면서 음식료 소비의 증가가 기대되는 국가이다. 1인당 GDP가 2015년도까지 역성장을 나타냈다가, 2016년부터 반등하였다. 인도네시아는 행복지수 및 소비자 심리지수가 높은 국가 중 하나이다. 1인당 GDP가 역성장 하는 시기에도 불구하고 소비자 물가는 상승세가 유지됨에 따라서 소비도 우선순위를 두고 특정분야에 집중될 수 밖에 없는 상황이 되었다. 인도네시아의 주요한 소비 3가지는 1) 필수 음식료품(쌀, 야채, 등) 2) 미래를 위한 교육 3) 레저 이다. 주요 소비에서 보이는 것처럼, 소비가 양극화 되어있다. 따라서 인도네시아에 진출하는 기업들은 이러한 소비 패턴을 이해하고 양극단의 소비층을 모두 포용하려는 노력이 필요할 것이다.

최근 1년 음식료 시장은 금액과 물량 성장률이 전년대비 모두 둔화되었다. 이는 교육이나 레저로 관심사가 넘어가기 시작한 소비층 때문이다. 하지만 필수 식품을 위주로 하이 싱글의 성장률은 유지되고 있다.

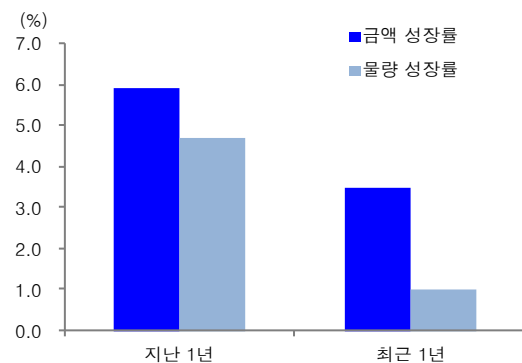
아직 음식료 시장은 로컬 업체 비중이 79%로 지배적이고, 음료는 코카콜라 같은 멀티네셔널 기업의 비중이 50%로 높다.

그림33. 경제 상황



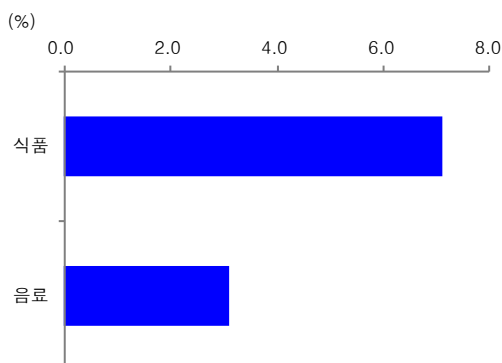
자료: IMF, 케이프투자증권

그림34. 식품 시장 성장률 추이



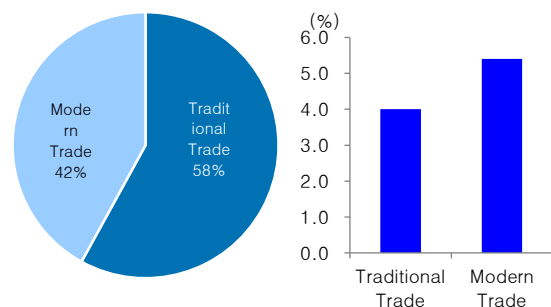
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림35. 주요 식품군별 성장률



자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림36. 채널별 비중 및 성장률



자료: 업계자료, 케이프투자증권

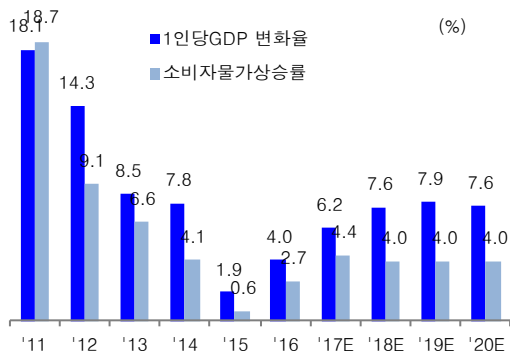
음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

베트남 시장;
지방 성장, 전 식품
사업부 성장

베트남 시장이 빠르게 변모하고 있다. 베트남은 전체 인구 중 60% 이상이 도시가 아닌 지방에 거주한다. 또한 모던 트레이드보다는 전통 슈퍼 형식의 트레이디셔널 트레이드의 비중이 90%로 높다. 하지만 인터넷과 스마트폰 보급됨에 따라 전세계 미디어를 접하면서 라이프 스타일이 빠르게 바뀌고 있다. 지방에서도 큰 도시와 해외의 모습을 따라하고, 이를 위한 소비에 지출을 하려고 한다. 베트남 지방은 그 어느 때보다 열려 있는 시장으로서, 기업들에게는 새로운 기회의 땅이다.

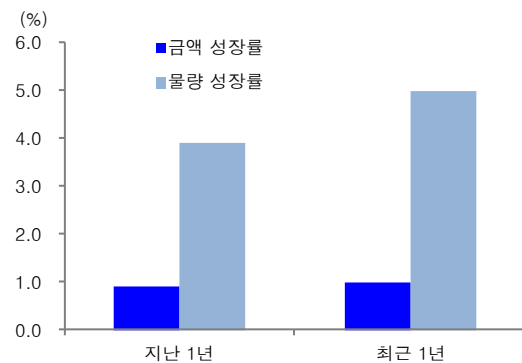
베트남 음식료 산업에서 전 품목이 고르게 성장세에 있으므로, 시장에 진입한 기업들은 다양한 품목에서 큰 폭의 성장을 보일 수 있을 전망이다. 음식료 시장의 최근 추이를 보면, 금액 판매와 더불어 물량 판매가 크게 성장했다. 소비 자체가 많아지고 있는 것이다. 이러한 성장 추이는 음료, 담배, 식품 등 고른 분야에서 나타나고 있다. 음료가 전체 시장에서 41%로 가장 큰 비중을 나타내지만, 일반 식품이 연 10% 이상의 가장 큰 폭의 성장세를 보이고 있다. 특히, 식품은 시장의 69%를 아직 베트남 로컬 기업이 차지하고 있으나, 최근 해외 기업의 진출이 활발해져 시장의 21%까지 비중이 증가되었다.

그림37. 경제 상황



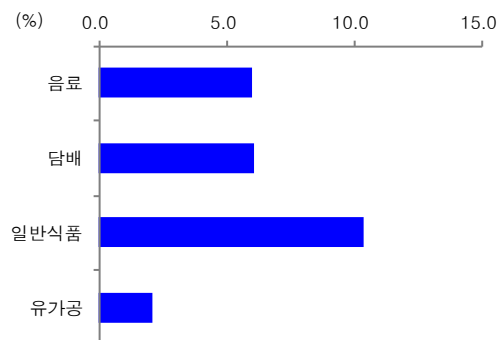
자료: IMF, 케이프투자증권

그림38. 식품 시장 성장률 추이



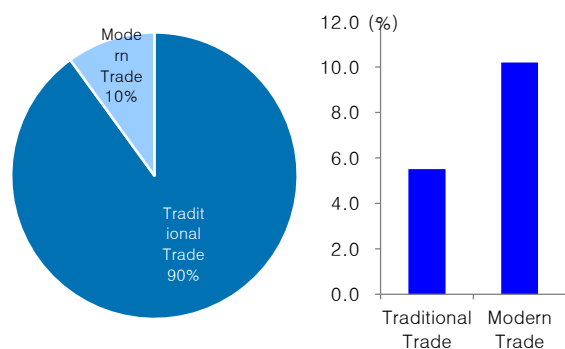
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림39. 주요 식품군별 성장률



자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림40. 채널별 비중 및 성장률



자료: 업계자료, 케이프투자증권

CAPE

투자포인트#3. 식자재유통 수확의 시기

성장성과 함께 수익성도 부각되는 시점

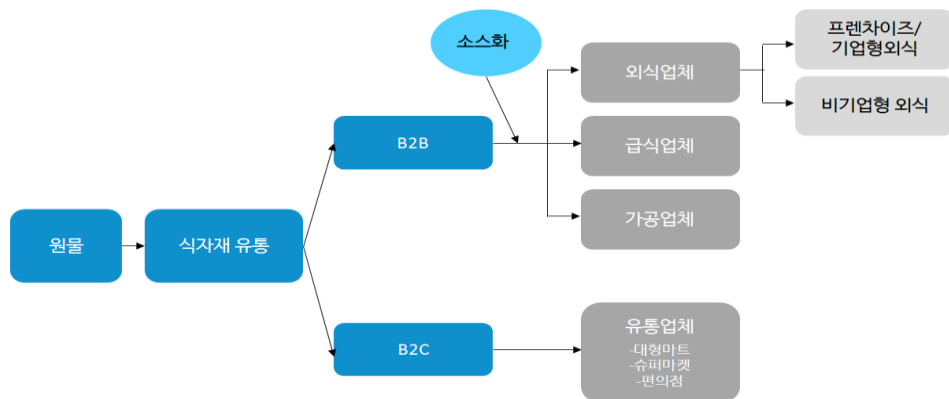
식자재가 이동하는
전과정

식자재유통이란 식자재가 소비자에게 가는 전과정이다. 국내 식자재유통 시장은 약 120조원이다. 소비자에게 직접적으로 유통되는 B2C는 약 80조원, 외식·급식·가공업체들에게 유통되는 B2B는 약 40조원이다. B2C는 대형마트, 슈퍼마켓, 편의점 등에 납품하여 최종 소비자들이 바로 소비하게 하는 것이고, B2B는 외식업체, 급식업체, 식품 가공업체에 식자재를 납품하는 것이다.

식자재유통의 성장성

식자재유통 시장은 1) 낮은 기업화 수준 2) 외식업의 회복과 단체급식 성장에 따른 동반 수혜 3) 외식업의 비용 구조상 식자재 구매 및 유통 일임 필요 4) 식자재구매 중간 단계에 소스 업체 개입 확대에 수익성 및 편리성 증가의 이유로 성장성이 주목된다.

그림41. 식자재유통 시장 구조



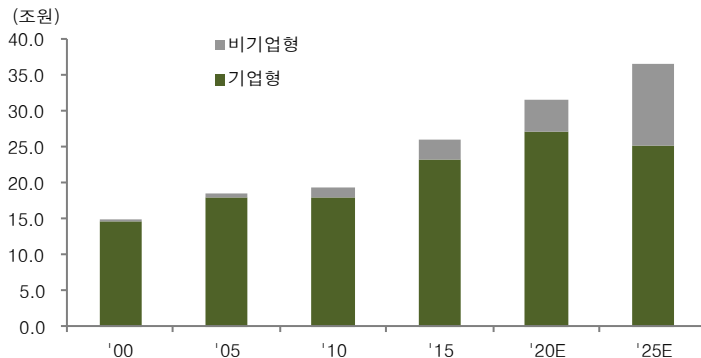
자료: 케이프투자증권

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

1) 낮은 기업화 수준

현재 약 40조원 규모의 B2B 식자재유통의 기업화 수준은 10% 정도에 불과하다. 점진적으로 기업형 식자재유통 비중이 확대되고 있지만, 아직 낮은 수준이다. 현재는 인프라가 제대로 갖춰져 있지 않은 2만여개의 중소유통상들이 시장의 90%를 차지하고 있다. 하지만 성장성과 안전성이 동시에 부각되고 있어, 기업화에 속도가 붙을 것으로 예상된다.

그림42. 외식/급식업체형 식자재규모 추이 및 전망



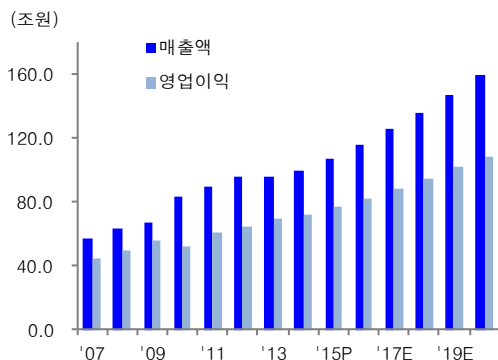
자료 외식연감, 케이프투자증권

2) 외식업과 단체급식 성장 수혜

식자재유통은 전방산업인 외식업 회복과 단체급식 성장에 따른 동반 수혜를 입을 것으로 예상된다. 지난해 김영란법과 경기침체로 인해 외식업 지수가 좋지 않았다. 하지만 올해 상반기에 외식업 경기 지수가 바닥을 찍고 회복하는 모습이 나타나고 있다. 외식업은 2014년 이후 성장률이 둔화되었지만, 여전히 매출액 연평균 약 6%, 영업이익 연평균 약 8%씩 증가하고 있다.

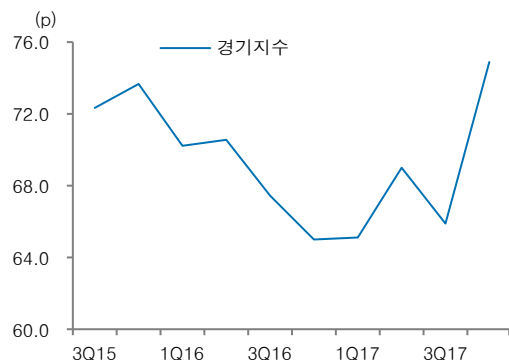
단체급식은 위탁 급식의 확대에 따라 2020년에는 약 17조원까지 시장 규모가 성장할 것으로 예상된다. 단체급식은 공장, 병원, 기업체의 수요가 확대되면서 성장을 지속해 나갔다. 단체 급식 시장은 연평균 2~3%의 성장세를 보여왔는데 최근 위탁 급식의 빠른 성장세로 인해 전체 급식 시장이 약 6% 수준의 성장률로 상승할 전망이다. 비용과 관리 측면의 효율화 목적으로 위탁 단체급식 시장 수요가 계속해서 확대될 것으로 예상된다.

그림43. 음식료 외식업(음식점/주점) 매출액 및 이익 추이



자료: 통계청, 케이프투자증권

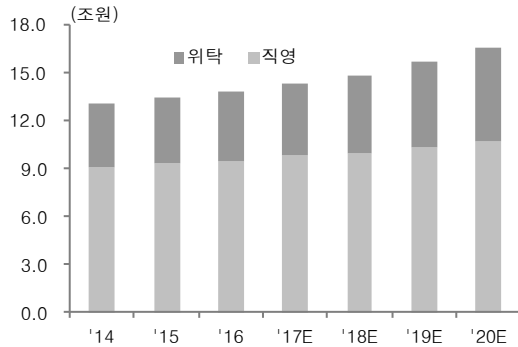
그림44. 외식업경기지수



자료: 한국농수산식품유통공사, 케이프투자증권

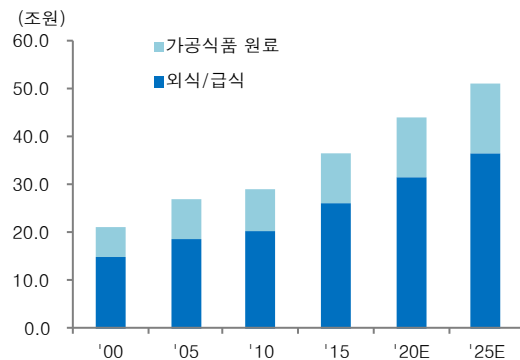
음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

그림45. 단체급식 시장 규모 추이 및 전망



자료: 한국농수산식품유통공사, 케이프투자증권

그림46. B2B 식자재유통시장 규모 추이 및 전망



자료: 외식연감, 케이프투자증권

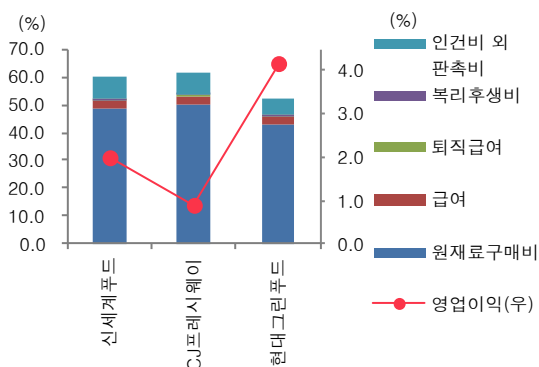
3) 외식업의 비용 절감

자체적으로 물류센터를 운영하기엔 규모가 작은 프랜차이즈 및 식당들의 전문 식자재유통 수요가 확대되고 있다. 식자재구매에 시간과 노력을 투입하는 것보다 구매 및 유통을 식자재유통업체에 일임하는 것이 비용 측면에서 효율적이기 때문이다. 외식업체 비용 중 약 40% 이상이 식자재 구매에 들어간다. 무엇보다 가격변동성이 큰 1차 상품들을 안정적이고 저렴한 가격에 공급받을 수 있는 이점이 있다.

4) 소스 업체 개입 확대

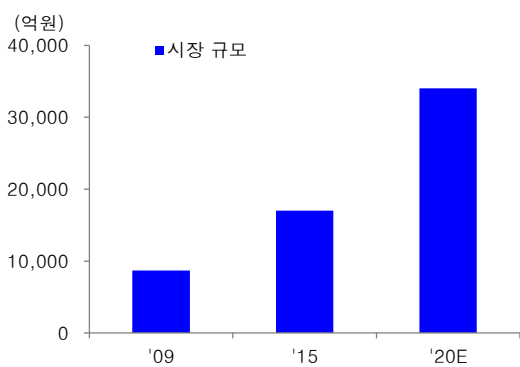
원부재료를 단순히 납품 주는 것을 넘어서, 소스형태의 완제품 또는 반제품을 외식업체 또는 유통업체에 공급하는 방식의 식자재유통 시장이 점진적으로 확대될 전망이다. 외식업 원가에서 인건비와 원재료비가 차지하는 비중이 높기 때문에 외식업체 및 점포들은 이들 비용을 절감하기 위한 노력을 하고 있다. 높아지는 외식업체들 비용의 해결책이 될 수 있는 것이 조마·소스이다. 현재 조마·소스 시장은 약 2억원 정도의 규모인데, 2020년에는 2배 이상으로 시장이 성장할 것으로 예상된다.

그림47. 주요 식자재유통 업체 항목별 매출액 대비 비율



자료: 각 사, Dart, 케이프투자증권

그림48. 소스시장 규모



자료: 업계자료, 케이프투자증권

식자재유통 시장 관련 최근 이슈 점검

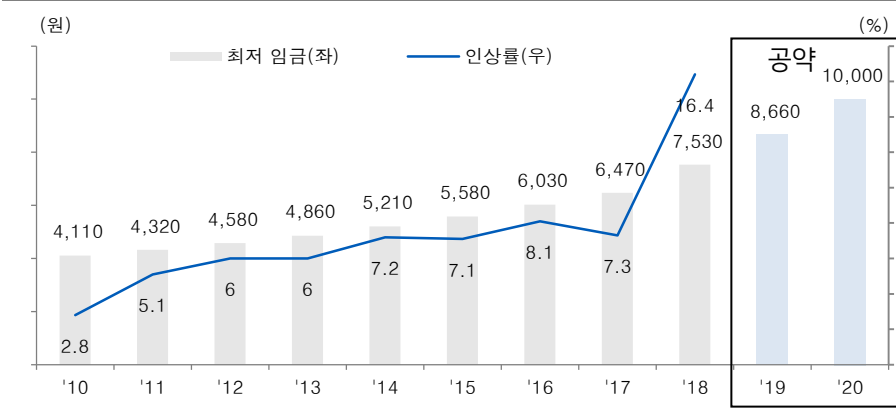
이슈1) 최저임금인상:
원가 부담은 매출
상승으로 상쇄 가능

최저임금이 정부정책에 따라 2018년 16.4% 인상될 예정에 따라 인건비 부담이 최근 식자재유통 시장의 화두가 되어왔다. 최저임금인상은 관련 근로자가 상대적으로 많은 단체 급식 또는 외식 업체들의 영업이익을 훼손시킬 것이라는 우려감이 존재했다,

최저임금 관련한 인건비 비중이 큰 외식과 단체 급식의 경우, 2018년 16.4% 최저임금 인상은 약 1% 내외로 전체 원가에 영향을 줄 것으로 예상되지만 매출 상승으로 상쇄될 전망이다. 실제로 내년부터는 최저임금 인상에 따른 원가 부담이 일부 존재할 것으로 예상된다. 특히, 영업이익률이 평균 2~3% 수준으로 높지 않은 외식과 급식의 경우 1%내 외의 영향도 영업이익에 큰 타격을 가져올 가능성은 있다. 하지만 3% 이상 단가 인상을 할 경우, 인건비 상승분은 상쇄 가능한 수준으로 파악된다.

음식료 산업을 크게 제조업, 외식산업, 식자재유통(단체급식) 3가지 분야로 나누어 영향을 확인해 보았다. 최저임금과 관련된 인건비 비중을 (매출액 대비) 구하면, 음식료 일반 제조업은 미미한 수준이고, 외식은 약 7%, 단체급식은 약 6% 수준이다. 최저임금 16.4% 인상 시, 실제 상승하는 인건비는 제조업은 1.3%, 외식과 단체 급식은 3.1%이다.

그림49. 최저임금인상 추이



자료: 최저임금위원회, 케이프투자증권

표7. 최저임금이 인건비와 매출에 미치는 영향

(단위: %)

	제조업	외식	단체 급식
최저임금대비 정규직 평균 임금	1.8배	2.2배	2.2배
최저임금 노동자 수 비중	14	34.5	34.5
전체 인건비 중 최저임금 지급 비중	8.1	19.1	19.1
전체 매출액 대비 인건비 비중	8	35	30
전체 매출액 대비 최저임금관련 인건비 비중	0.6	6.7	5.7

자료: 통계청, 고용노동부, 케이프투자증권

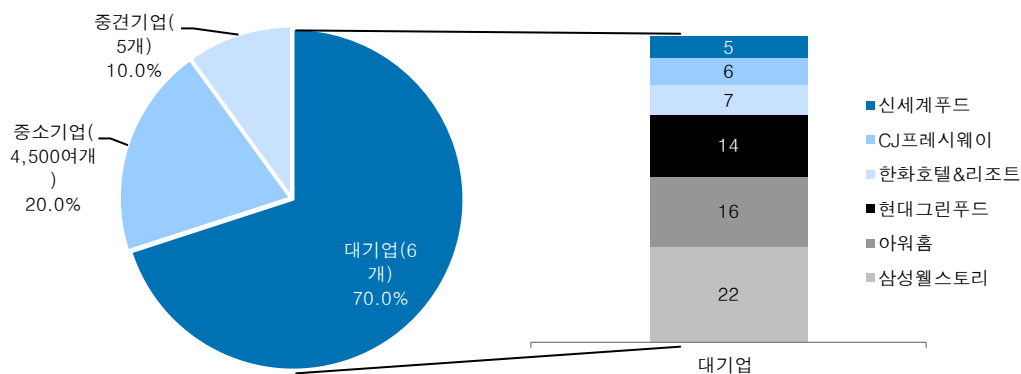
이슈2) 단체급식 관련
공정위 규제: 신규
수주 가능성의 긍정적
요인 존재,

정부가 대기업과 공정거래위원회에 중견기업의 단체급식 과점 개선을 지시하면서 규제 이슈가 부각되었다. 대기업들이 시장의 80%의 점유율을 차지할 수 있던 이유로 내부거래를 지목한 것이다. 공정위에서는 일감몰아주기와 납품단가 등을 점검할 것으로 예상된다.

내부거래에 대해 규제는 기업들간의 경쟁을 촉진시켜, 오히려 시장이 성장할 것으로 전망한다. 관계사의 비중도 크고 절대 규모도 컸던 1,2위 업체인 삼성웰스토리나 현대그린푸드는 일부 타격을 받을 수 있으나, 나머지 업체들은 그동안 아예 진입 불가능했던 시장에 진입 가능성이 생겼다는 측면에서 긍정적인 것으로 판단한다. CJ프레시웨이나 신세계푸드에게는 신규 수주와 매출을 확대할 수 있는 새로운 기회로 작용할 것으로 예상된다.

그림50. 급식 대기업 점유율

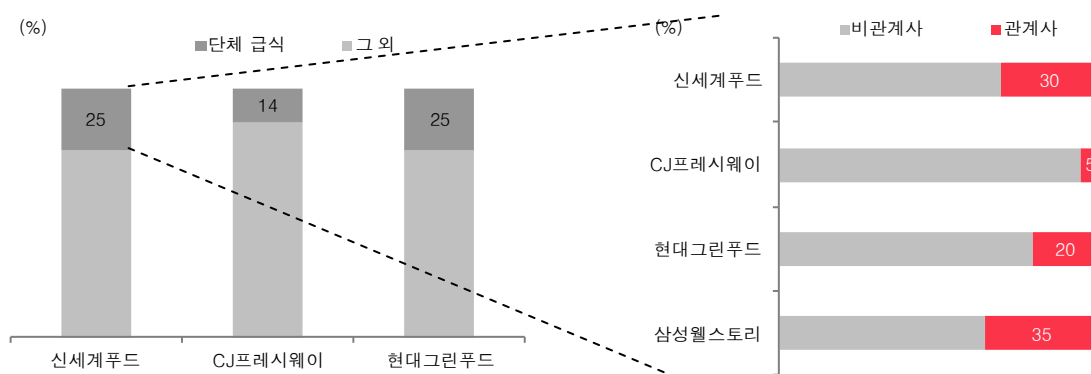
(단위: %)



자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림51. 업체별 단체급식 및 관계사 점유율

(단위: %)



자료: 각 사, 케이프투자증권

CAPE

참고. 스튜어십 코드 도입 수혜주 찾기

배당확대를 먼저 시행할 수 있는 기업을 찾아

스튜어십 코드
도입으로 배당 확대
전망

스튜어십 코드 도입이 본격화되면 이르면 올해 하반기 늦어도 2018년에는 배당수익률이 크게 올라갈 전망이다. 국내 기관투자자들이 도입 초기엔 직접적인 경영보다는 자사 주 매입 확대를 비롯한 주주환원 정책에 집중할 가능성이 높기 때문이다. 이에 따라 올해 하반기부터 기관투자자 지분율이 높은 종목을 중심으로 배당수익률을 노린 투자전략이 유효할 것으로 판단한다.

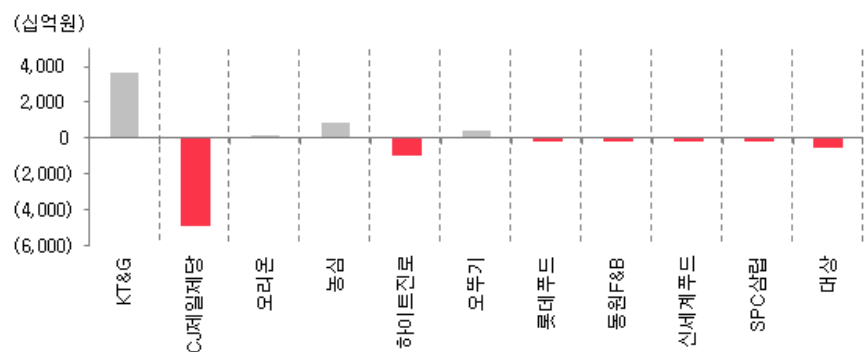
스튜어십 코드는 연기금, 자산운용사, 보험회사 등 기관투자자가 특정 기업의 주주로서 이행해야 할 사항들을 권고한 모범 기준이다. 스튜어십 코드 도입의 방향은 주요 기관투자자들이 집사(steward)처럼 책임의식과 주인의식을 가지고 자금을 운용해야 한다는 것이다. 금융위원회 주도로 2016년 12월에 도입되었지만 진행속도는 아직 지지부진했다. 하지만 2018년부터는 스튜어십 코드에 따른 적극적인 주주관계 활동이 기대된다. 스튜어십 코드 연내 적용을 고려하는 기관이 많다는 점과 기관투자자들이 스튜어십 코드의 본질인 수익률에 초점을 둘 것이라는 점을 고려시 2018년 3월 정기 주총에서부터 적극적인 주주관계 활동이 기대된다. 우리나라와 산업구조가 유사한 대만도 지난해 6월 스튜어십 코드 도입 이후 20% 이상의 주가 상승률을 보였다.

KT&G, 농심, 오뚜기,
롯데그룹 배당 우선
확대 가능성 큼

스튜어십 코드의 우선적인 도입 및 적용은 현금성 자산 비중이 높아 배당 확대가 가능한 기업을 중심으로 먼저 진행될 가능성이 크다. 주요 음식료 기업들 중 KT&G, 농심, 오뚜기가 순현금 비율이 높다. 이들 위주로 내년에는 배당 확대가 먼저 이루어질 수 있을 것으로 예상된다. 특히, KT&G는 2017년 3분기 실적 발표 때, 연말배당을 200원 이상 상향할 수 있다는 공시를 발표했다. 배당을 200원 이상 상승할 경우, 주가 하락의 하방경직성이 생길 전망이다. 또한 분할 합병 이후 아직 자회사 편입 이슈를 마무리 짓지 못한 롯데 그룹들은 배당 성향을 2배 이상인 30%까지 늘리고 중간배당도 실시할 계획이라고 공시하면서, 배당주로서 가치가 재고될 것으로 예상된다.

그림52. 기업별 순현금 (2018E)

(단위: 십억원)

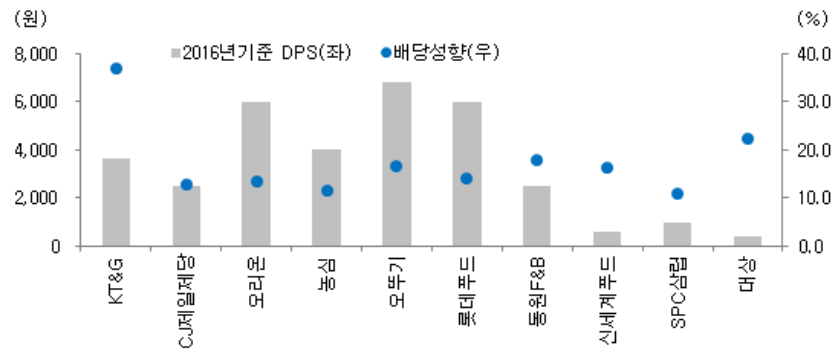


자료: 케이프투자증권

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

그림53. 기업별 배당 현황 (2016년 기준)

(단위: 원, %)



자료: 각 사, 케이프투자증권

표8. 한국 스튜어드십 코드 7대 원칙

구분	세부 내용
1원칙	타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개
2원칙	책임이행 과정에서 실제 직면하거나 가능성이 있는 이해상충 문제 해결을 위한 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 공개
3원칙	투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 대상회사를 주기적으로 점검
4원칙	투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 시기 및 방법에 관한 내부지침을 마련
5원칙	충실한 의결권 행사를 위한 정책을 마련하고 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 구체적인 내용과 사유를 공개
6원칙	의결권 행사와 수탁자 책임이행 활동에 관한 내용을 고객과 수익자에게 주기적으로 보고
7원칙	수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 확보

자료: 한국기업지배구조원, 케이프투자증권

표9. 스튜어드십 코드 참여/참여예정 기관 투자자 현황

구분	현재 참여중인 기관 투자자	참여 예정 기관 투자자
자산운용사	7개사	46개사
보험사		2개사
자문사	1개사	1개사
증권사		3개사
은행		1개사
합계	8개사	53개사

자료: 한국기업지배구조원, 케이프투자증권

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

표 10. 주주총회 주요 안건별 의결권 행사 지침 (한국기업지배구조원)

구분	안건별 의결권 행사 지침
재무제표 승인	외부감사의견이 '적정'이 아닌 경우 반대
배당금 지급	이익규모, 재무상황, 투자계획, 동종업계 배당 수준 등을 고려, 배당 지급 수준이 주주가치를 훼손할 정도인 경우 반대
중간 또는 분기 배당	중간 또는 분기배당 허용 안에 찬성
재무제표/이익배당 이사회 승인	주주권익을 훼손하지 않도록 배당 원칙과 절차, 기준을 정한 배당 정책을 마련해 공개할 것을 전제로 찬성
사외이사/감사 선임	선임 결격사유에 해당하거나 회사 경영진과 독립적인 관계가 아닌 경우 또는 전문적 지식이 부족한 경우 반대
이사(감사) 보수 한도	제시된 보수 한도 수준이 회사 및 이사회 규모, 경영 성과 등을 고려했을 때 과도한 경우 반대
이사회 규모 변경	위원회의 활동성 제약될 정도로 이사의 수를 줄이거나 개별 이사 영향력이 줄어들 정도로 이사의수를 늘리는 경우 반대

자료: 한국기업지배구조원, 케이프투자증권

CAPE

참고. 장기트렌드:음식료 산업과 4차산업혁명

1) 외식산업:키오스크와 조리·접객로봇

키오스크와 로봇 도입

외식산업은 키오스크와 조리·접객로봇으로 양분화될 전망이다.

키오스크는 무인주문시스템으로서, 국내에도 이미 도입된 매장이 상당수이다. 키오스크 도입으로 1)인건비 부담 감소, 2) 매출누수방지, 3) 광고 및 기타 추가 광고수익 발생, 4) 사용자의 정보를 빅데이터로 이용가능 등 다양한 직접적, 부가적 이익이 발생될 것으로 예상된다.

한편에서는 인공지능과 로봇기술의 발전으로 기계가 사람을 대신해서 음식을 조리해주고 접대해 주는 사회가 올 것이다.接客로봇이란 매장에 방문하는 고객에게 사람을 대신해 정보를 제공하거나 주문접수 외국어 대응 등의 서비스를 제공하는 로봇이다. 조리로봇은 말 그대로 조리하도록 특화된 로봇이다. 로봇은 인건비 상승과 노동력부족, 단순반복接客 업무의 자동화 필요성, 고객 만족도 증가 등의 효과를 가져 올 것으로 기대된다. 로봇을 도입하면 인건비는 73% 이상 감소하는 효과를 가져오는 것으로 확인된다.

그림54. 키오스크 예시



자료: 케이프투자증권

그림55. 일본의 로봇 조리사 예시



자료: 케이프투자증권

2) 스마트공장

ICBM으로 더욱
진화하는 스마트공장은
생산 효율성을
향상시킬 전망

단순 자동화를 넘어서 스마트공장을 통해 실시간으로 제품 생산의 전단계를 모니터링하고 제어할 수 있는 시스템이 구축될 전망이다. 스마트공장이란 첨단 제조기술을 생산 현장에 맞춤형으로 결합하여 생산 전반의 효율을 극대화한 공장이다.

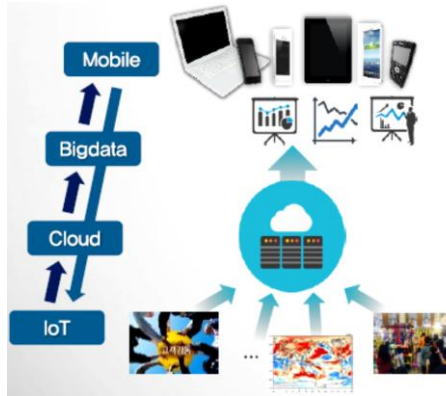
스마트공장에는 회사 외부에서도 스마트폰으로 냉동창고 등 공장 설비를 실시간으로 확인할 수 있다. 공장 설비에 IoT 센서를 부착해 기기고장을 미리 예측하고 대응할 수 있다. 또한 물류 팔레트에 IoT 센서를 부착해 제품의 생산부터 출고까지 재고 현황을 실시간으로 파악할 수 있게 된다.

사물인터넷 기반 스마트공장 세계시장 규모는 매년 6.8% 성장하여 2020년 2,806억 달러의 경제적 가치를 창출할 전망이다. 스마트공장은 1) 자산 최적화 2) 생산성 증가 3)

음식료 | 2018년 전망자료: 배고팠다, 2018년엔 많이 먹자

인적/물적 자원 절감을 통해 공장의 전체 효율성을 향상시킬 것으로 예상된다.

그림56. ICBM 플랫폼



자료: 한국식품연구원, 케이프투자증권

그림57. 스마트공장 모습



자료: 언론보도, 케이프투자증권

3) 스마트팜

기후변화를 극복하는
스마트팜

기후변화를 극복하고 안정적으로 작물을 재배할 뿐 아니라, 생산성을 향상시키는 스마트팜이 농가에 보급될 전망이다. 스마트팜은 비닐하우스 또는 축사에 정보통신기술을 접목해 원격으로 작물과 가축을 관리하는 시스템이다. 이 정보통신기술에는 시설을 관리하기 위해 만든 소프트웨어, 작물을 관리하는 로봇과 수확기계 등이 포함된다. 시설의 온도, 습도, 이산화탄소 수준 등 작물이 자라는데 영향을 미치는 여러 요소들을 실시간으로 통제하기 위해서는 빅데이터를 수집, 분석하는 기술이 핵심요소이다. 작물을 재배하고 가축을 기르는 전과정이 소프트웨어의 데이터 분석에 따라 진행된다.

스마트팜은 작물 관리에 필요한 인력은 줄이면서, 수확량은 극대화 시킬 전망이다. 농림축산식품부 평가에 따르면 스마트팜 도입 농가는 생산량이 평균 25% 증가하고, 인건비는 약 9% 감소해 결과적으로 총 수입이 31% 증가 가능할 것이다.

그림58. LED광원을 활용한 작물관리



자료: 언론보도, 케이프투자증권

그림59. 스마트팜 모습



자료: 언론보도, 케이프투자증권

4) 3D Printing 을 통한 식품 생산

3D식품 프린팅이
불러올 개인 맞춤형
식단

3D 식품 프린팅은 식품 카트리지를 주입해 만드는 음식물 인쇄의 원리이다. 3차원 형상을 컴퓨터 모델링 작업을 통해 2차원 평면으로 미분하여 소재를 3D 프린터로 일단 평면에 프린트하고, 이것을 층 쌓기로 계속 쌓아 올려 3차원 제품을 제작하는 기술이다.

3D 식품 프린팅은 인구고령화에 따른 노인식품과 식품 모양·장식, 개인 영양 맞춤형 식품, 우주식품 등 다양한 신시장 창출에 기여할 전망이다. 3D 식품 프린팅이 도입되면 개인 맞춤형 음식 정착뿐 아니라, 세균번식 및 오염이 없는 카트리지로 식품을 보관하는 것도 가능해질 것이다. 또한 3D 식품 프린팅이 가져올 가장 큰 효과는 음식물쓰레기 제거에 따른 처리비용 절감과 경제적 손실 제거이다. 음식물쓰레기로 인한 경제적 손실비용은 연간 20조원, 음식물쓰레기 처리비용 약 8천억 원이 절감될 것이다.

그림60. 3D food printer



자료: 언론보도, 케이프투자증권

그림61. 3D food printer



자료: 언론보도, 케이프투자증권

5) 미래식품: 배양육, 식용곤충

친환경적 단백질
공급원

배양육과 식용곤충은 미래의 단백질 공급 식품이 될 것으로 예상된다. 배양육은 살아있는 동물의 세포를 배양하여 축산농가 없이 고기를 배양하는 세포공학 기술로 생산하는 육류이다. 즉, 배양육은 바이오기술에 의해 식육세포를 증식 시킨 것이다. 분열을 반복하여 자신과 동일한 세포를 계속 만들어 내는 줄기세포를 사용한다. 곤충도 영양학적으로 훌륭하고, 단백질 생산 측면도 가축사육보다 효율적이다. 먹이 전환 효율이 높아 사료 10kg으로 9kg의 식량을 생산할 수 있기 때문이다.

배양육과 식용곤충 개발에 따른 효과는 1) 가축에 의한 환경 오염 문제 해결 2) 가축의 질병에서 오는 식품 안전 문제 해결 3) 질환에 원인이 되는 지방산이나 유해 박테리아 감염 우려 해소 4) 동물 보호 5) 가축사육에 필요한 자원 절약 등이다.

그림62. 배양육



자료: 언론보도, 케이프투자증권

그림63. 식용곤충



자료: 언론보도, 케이프투자증권

CAPE

기업선정

2018년 관심기업 및 Top Pick

Top Pick CJ제일제당

2017년은 가격인상에 대한 물량 저항, 사드로 인한 중국 수출 제동, 각종 규제 논란, 최저임금 인상에 따른 비용 부담 우려 등 여러 가지 면에서 힘든 한 해였다. 이로 인해 벨류에이션도 조정을 받았다.

2018년은 산업의 변화 및 개선에 따른 영향 정도와 개별 기업들의 실적 개선 연속성이 중요하다. 2018년 전 사업부에서 실적이 개선될 것으로 예상되는 CJ제일제당을 업종 내 Top Pick으로 유지한다.

Top Pick: CJ제일제당

관심기업: KT&G, 오리온, 동원F&B

- CJ제일제당: 곡물가 및 환율의 우호적 흐름에 따른 원가 부담 축소, 소재사업부 수익구조 개선, 가공식품의 국내외 고성장, 생물자원 사업부의 회복
- KT&G: 담배 수출과 홍삼 매출 확대를 통한 실적개선, 전자담배 초기 투자비 및 감가비에 따른 비용 부담은 있지만, 장기적으로 보았을 때 방향성은 긍정적
- 오리온: 베트남에서의 고성장 지속 전망, 인력구조조정과 광고 판촉비 효율화를 통한 비용 절감 효과 발생, 중국은 성장이 아닌 회복의 관점에서 접근 필요
- 동원F&B: 자회사의 성장성과 수익성 확대, 사업 포트폴리오 다각화를 통한 참치어가 변동성 리스크 감소

기업분석

CJ제일제당 (097950KS Buy 유지 TP 550,000원 상향)	34
KT&G (033780KS Buy 유지 TP 153,000원 유지)	40
오리온 (271560KS Hold 신규 TP 125,000원 신규)	45
하이트진로 (000080KS Buy 유지 TP 30,000원 유지)	51
농심 (004370KS Buy 유지 TP 470,000원 유지)	55
동원F&B (049770KS Buy 유지 TP 300,000원 상향)	59
신세계푸드 (031440KS Buy 유지 TP 180,000원 유지)	63

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

CJ제일제당 (097950KS | Buy 유지 | TP 550,000원 상향)**전 사업부의 이익이 레벨업될 전망**

2018년 매출액 12.0%, 영업이익 29.1% 전년대비 증가할 전망입니다. 식품소재의 수익구조 개선과 고수익 아미노산의 포트폴리오 확대, 가공식품의 국내외 고성장, 생물자원의 흑자전환 등 전사업부의 실적 개선이 기대됩니다. 투자의견 Buy와 업종 내 Top Pick 의견 유지하며 2018년 사업부별 이익이 증가함에 따라 목표주가를 55원으로 상향합니다.

2018년 영업이익 29.1% 증가 예상

- 2018년은 대통제외 기준 매출액 11조 1,585억원(12.0YoY), 영업이익 7,886억원(29.1YoY) 추정.
- 대통포함한 연결기준은 매출액 18조 1,463억원(10.3%YoY), 영업이익 1조 246억원(22.8%YoY) 으로 예상

전사업부 이익 레벨업 예상

- 식품: 소재사업부는 곡물가 하향 안정화와 브라질 셀렉타(2016년 기준 매출액 3,794억원, 영업이익 580억원) 인수 효과로 영업이익 86.8%YoY 증가할 것으로 예상. 가공식품은 2017년 3분기를 기점으로 흑자전환한 HMR의 이익 기여와 중국 매출이 회복으로 영업이익 13.7%YoY 상승할 전망
- 바이오: 기존 고수익 제품인 핵산, 트립토판, 발린을 통해 안정적 이익 확보. 여기에 신규 개발한 아미노산이 추가되며 영업이익 17.3%YoY 증가할 것으로 예상
- 생물자원: 인도네시아는 경쟁사들의 판가 인상으로 동사도 추가 인상 가능성이 커졌고, 베트남은 점진적으로 돈가가 반등하고 있어 2017년 최악의 상황은 벗어나며 흑자전환이 가능할 것으로 예상

투자의견 BUY 유지, 목표주가 55만원으로 상향 조정, 업종 내 Top Pick 유지

- 변동성이 제거되고 안정적 성장 구간에 진입. 브라질 셀렉타 인수를 통한 소재 사업부 수익구조 개선 및 고수익 아미노산의 포트폴리오 확대에 따른 바이오 사업부의 수익성 확보
- 국내외 사업에서 매출과 이익이 모두 확대되며 글로벌 종합식품기업으로 성장할 전망

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	12,924	14,563	16,452	18,146	19,761
영업이익	(십억원)	751	844	834	1,024	1,189
영업이익률	(%)	5.8	5.8	5.1	5.6	6.0
순이익	(십억원)	189	276	377	396	481
EPS	(원)	13,073	19,044	26,025	27,315	33,152
증감률	(%)	105.3	45.7	36.7	5.0	21.4
PER	(배)	28.9	18.8	15.3	14.6	12.0
PBR	(배)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.2
ROE	(%)	4.9	6.2	7.7	7.5	8.5
EV/EBITDA	(배)	10.1	9.6	9.3	8.0	7.1
순차입금	(십억원)	5,002	5,652	5,310	4,885	4,417
부채비율	(%)	155.4	160.1	154.9	148.2	139.6

CAPE

사업부별 안정적 이익 확보

식품소재 수익구조 개선과 가공식품 비용 효율화

식품소재 수익구조
개선과 가공식품 비용
효율화

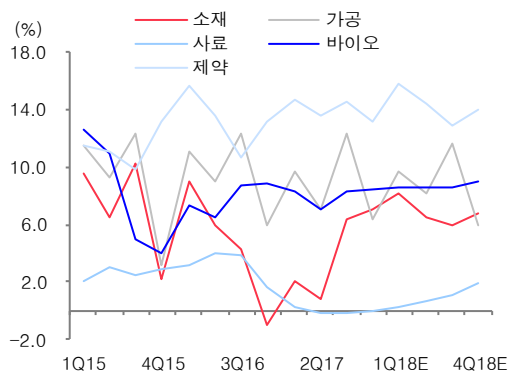
브라질 셀렉타 편입으로 식품소재 사업부의 OPM이 평균 7%로 향상된다. 이전 4~6% 수준 대비 수익성이 개선된 것이다. 식품소재는 원재료를 거의 100% 수입에 의존하고 있기 때문에 곡물가와 환율에 의한 변동성이 크다. 2016년 4분기부터 2017년 상반기까지 원가 부담으로 인해 수익성이 악화되며, 전체 영업이익 하락에 영향을 주었다. 최근 곡물가 하향 안정화와 우호적 환율 흐름이 이어지고 있지만, 변동성에 대한 리스크를 무시할 수는 없다. 브라질 셀렉타 인수는 해당기업의 전방 산업 성장성뿐 아니라, 곡물가와 환율 변동성에 대한 리스크를 상쇄시키며 동사가 안정적 수익성을 확보할 수 있게 되었다는 점에 의의가 크다.

가공식품은 치열한 경쟁 상황 속에서 판촉비 지출이 클 수 밖에 없었다. 하지만 최근 수익성을 우선시 하는 전략으로 바뀌었다. 판촉비를 축소시키며 선물세트가 있는 성수기 시즌 두 자리수의 OPM을 지킬 수 있었다.

안정적으로 성장하는
바이오사업부

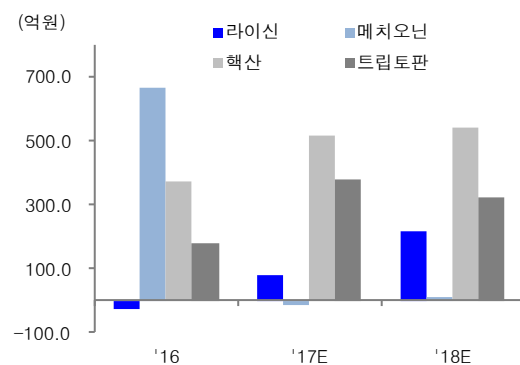
이전 동사의 바이오 사업부문의 핵심은 라이신과 메치오닌이었다. 특히 동사가 처음 시장에 진입했을 당시, 메치오닌 판가는 5.5USD로 의례적으로 높았기 때문에 수익성이 높았다. 하지만 이후 경쟁업체의 저가격 정책의 타격으로 수익성이 훼손되었고, 전체 바이오 사업부도 영업이익이 하락했다. 라이신도 중국 로컬 업체들과 경쟁 심화 및 공급 과잉으로 계속해서 불안정한 판가 흐름을 보여왔다. 하지만 최근에는 핵산, 트립토판, 발린 등 고수익 아미노산이 안정적 이익을 보여주며, 라이신과 메치오닌의 수익이 좋지 않을 때에도 영업이익 300억 이상 수준을 달성하고 있다. 여기에 신규 아미노산들도 계속해서 개발 및 추가되며 바이오 사업의 안정적 수익성 확보에 기여하고 있다.

그림1. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



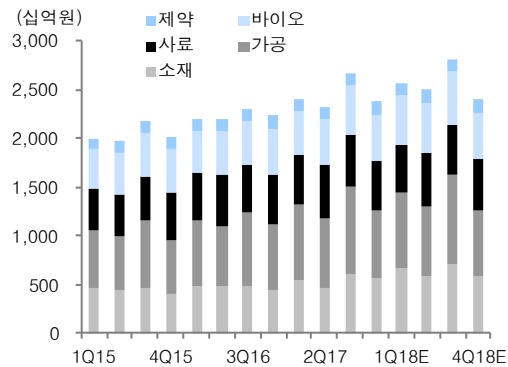
자료: 케이프투자증권

그림2. 바이오사업 주요 아미노산 영업이익 추이 및 추정



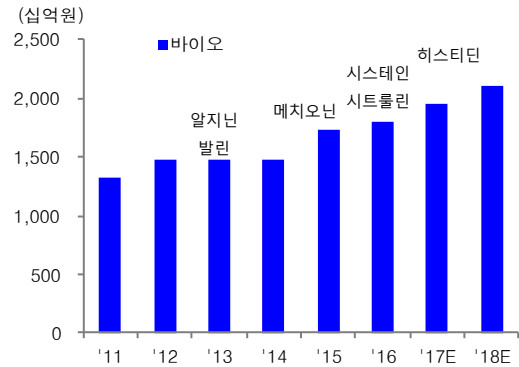
자료: 케이프투자증권

그림3. 사업부별 영업이익률 추이 및 전망



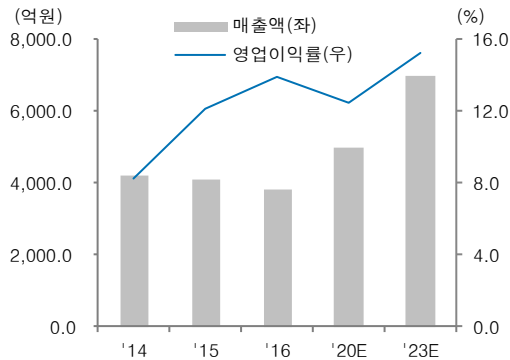
자료: 케이프투자증권

그림4. 바이오사업 매출 추이와 신규 아미노산



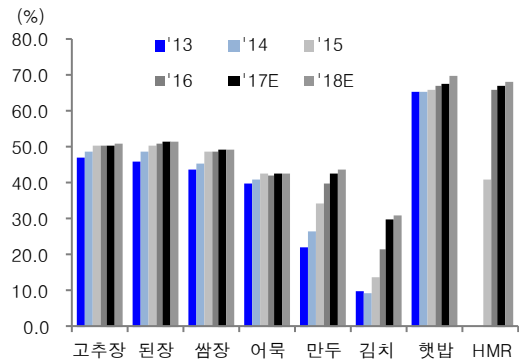
자료: CJ제일제당, 케이프투자증권

그림5. 셀렉타 실적 추이 및 전망



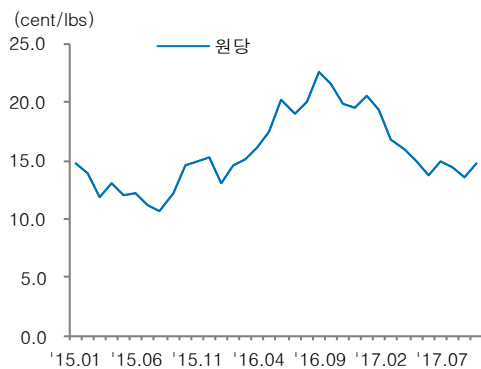
자료: CJ제일제당, 케이프투자증권

그림6. 주요 가공식품 MS 추이 및 전망



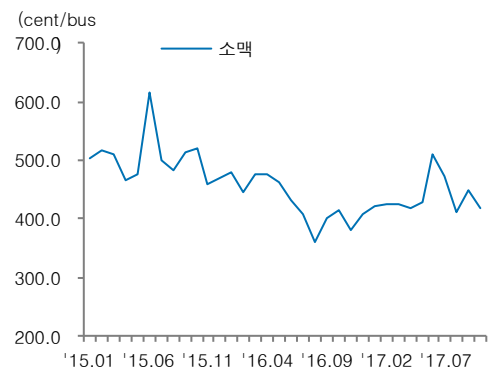
자료: CJ제일제당, 케이프투자증권

그림7. 주요 곡물가격 추이- 원당



자료: CJ제일제당, 케이프투자증권

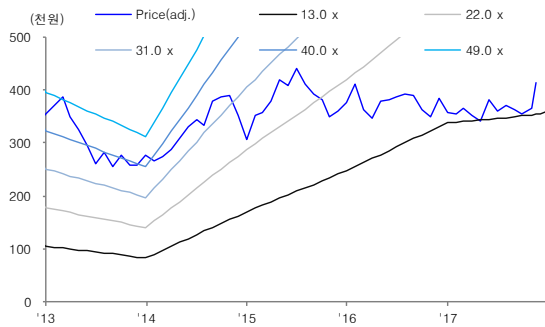
그림8. 주요 곡물가격 추이- 소맥



자료: CJ제일제당, 케이프투자증권

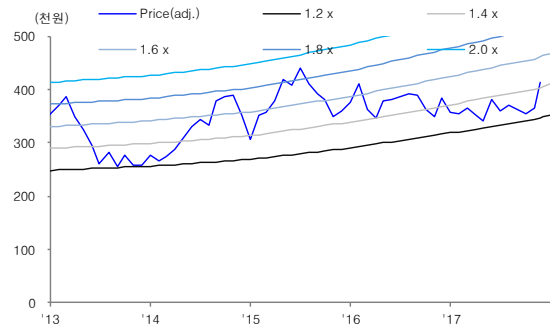
CJ제일제당 | 전 사업부의 이익이 레벨업될 전망

그림9. PER차트



자료: 케이프투자증권

그림10. PBR 차트



자료: 케이프투자증권

표1. VALUATION: SOTP 방식

(단위: 십억원, %)

	(십억원)	2018(E)	Target Multiple	비고	2018(E) 기준 가치 산정 (십억원)
식품(가공+소재)	매출액	6,182	10	국내 가공 업체 과거 3년 평균	6,656
	영업이익	500			
	EBITDA	701			
바이오	매출액	2,110	9	글로벌 바이오 업체 평균	3,037
	영업이익	183			
	EBITDA	330			
생물자원(사료)	매출액	2,292	6	국내 사료 평균	238
	영업이익	23			
	EBITDA	43			
CJ헬스케어(제약)	매출액	574	11	국내 중형제약 업체 평균 30% 할인	1,032
	영업이익	82			
	EBITDA	98			
전체 영업가치(a)					10,964
CJ대한통운			지분율 26%, 시가총액(11/20)기준	30% 할인	640
부동산(장부가)			공시가 기준 30% 할인		316
전체 비영업가치(b)					956
순차입금(c)					4,885
적정가치(a)+(b)-(c)					7,035
전체 주식수				자기주식 제외	12,810,701
적정주가(원)					549,134
목표주가(원)					550,000
현주가(원)				11/20 기준	415,000
상승여력(%)					38.0

자료: 케이프투자증권

표2. CJ제일제당 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	3,534	3,610	3,679	3,740.6	3,867	3,908.9	4,411	4,266	4,452	4,431	4,761	4,502	14,563	16,452	18,146
대통제외	2,194	2,206	2,308	2,232	2,400	2,327	2,675	2,558	2,750	2,675	2,990	2,743	8,941	9,959	11,158
식품	1,159	1,104	1,244	1,105	1,324	1,181	1,501.6	1,352	1,554	1,416	1,738	1,474	4,612	5,358	6,182
사료	489	521	479	523.7	500	545	527	546	548	594	570	579	2,013	2,118	2,292
바이오	428	456	456	461.6	452	469	511	512	515	523	537	535	1,802	1,945	2,110
제약	117.7	126	130	141.2	123	132	135	148	133	143	145	154	514	539	574
대한통운	1,340	1,403	1,371	1,508.8	1,467	1,582	1,736	1,708	1,702	1,756	1,771	1,759	5,622	6,493	6,988
yoy	13.3	14.0	9.3	14.3	9.4	8.3	19.9	14.1	15.1	13.4	7.9	5.5	12.7	13.0	10.3
대통제외	9.8	12.2	6.0	11.1	9.3	5.5	15.9	14.6	14.6	15.0	11.8	7.2	9.7	11.4	12.0
식품	10.6	11.1	8.0	15.5	14.2	7.0	20.7	22.3	17.4	19.9	15.8	9.1	11.1	16.2	15.4
사료	10.4	22.1	6.5	7.9	2.3	4.5	10.1	4.3	9.6	9.0	8.3	6.1	11.5	5.2	8.2
바이오	6.6	5.1	-1.8	4.9	5.6	2.9	12.0	11.0	13.8	11.5	5.1	4.5	3.6	7.9	8.5
제약	11.1	11.1	16.6	11.7	4.5	5.2	4.2	5.0	7.8	8.1	7.0	4.0	12.6	4.7	6.6
대한통운	19.5	17.2	15.2	19.3	9.5	12.7	26.7	13.2	16.0	11.0	2.0	3.0	17.8	15.5	7.6
OP	233	211	243	157	193	164	269	208	264	233	294	234	844	834	1,025
대통제외	183	153	186	103	144	104	210	152	207	175	233	174	625	611	789
식품	118	85	114	35	87	54	150	90	140	106	162	93	352	381	500
사료	15	21	18	9	1	-1	-1	-1	1	4	6	11	63	-1	23
바이오	31	30	40	41	38	33	42	44	44	45	46	48	142	156	183
제약	18	17	14	19	18	18	20	20	21	21	19	22	68	75	82
대한통운	50	59	57	54	48	60	59	56	57	58	61	60	219	223	236
OP YoY	3.3	9.8	9.4	40.4	-17.3	-21.9	10.7	32.6	36.9	42.0	9.1	12.3	12.3	-1.1	22.8
대통제외	0.2	-0.1	5.1	39.2	-21.2	-32.0	13.0	47.5	43.2	69.1	10.8	14.0	6.6	-2.3	29.1
식품	6.6	6.9	-13.3	33.0	-26.3	-36.2	31.0	156.2	61.1	95.0	8.2	2.9	2.5	8.1	31.4
사료	62.4	58.8	67.6	-36.5	-91.4	적전	적전	적전	-7.7	흑전	흑전	흑전	33.7	적전	흑전
바이오	-37.7	-37.5	70.8	135.6	20.4	10.4	5.8	6.2	16.7	37.1	9.0	10.9	2.3	10.1	17.3
제약	52.1	36.8	26.4	10.8	-1.6	4.7	41.0	5.4	16.0	15.1	-4.6	10.7	29.8	10.6	9.0
대한통운	16.4	49.7	25.8	42.6	-3.0	2.6	3.3	4.0	18.0	-3.3	3.2	7.7	32.9	1.8	5.8
opm %	6.6	5.8	6.6	4.2	5.0	4.2	6.1	3.8	5.9	5.3	6.2	5.2	5.8	5.1	5.6
대통제외	8.3	6.9	8.1	4.6	6.0	4.5	7.9	6.0	7.5	6.6	7.8	6.3	7.0	6.1	7.1
식품	10.2	7.7	9.2	3.2	6.6	4.6	10.0	6.7	9.0	7.5	9.3	6.3	7.6	7.1	8.1
사료	3.1	4.0	3.8	1.7	0.3	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.7	1.1	2.0	3.1	-0.1	1.0
바이오	7.3	6.5	8.7	8.9	8.4	7.0	8.2	8.5	8.6	8.6	8.5	9.0	7.9	8.0	8.7
제약	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	14.5	13.2	15.8	14.4	12.9	14.0	13.2	13.9	14.3
대한통운	3.7	4.2	4.2	3.6	3.3	3.8	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.9	3.4	3.4

자료: 케이프투자증권

CJ제일제당 | 전 사업부의 이익이 레벨업될 전망

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,881	5,694	6,365	7,025	매출액	14,563	16,452	18,146	19,761
현금및현금성자산	644	925	1,212	1,493	증가율(%)	12.7	13.0	10.3	8.9
매출채권 및 기타채권	2,201	2,486	2,742	2,986	매출원가	11,275	12,826	14,019	15,210
재고자산	1,280	1,434	1,468	1,503	매출총이익	3,288	3,626	4,128	4,551
비유동자산	10,886	10,896	10,961	11,089	매출총이익률(%)	22.6	22.0	22.7	23.0
투자자산	817	884	950	1,017	판매비와 관리비	2,444	2,792	3,103	3,362
유형자산	7,281	7,295	7,352	7,457	영업이익	844	834	1,024	1,189
무형자산	2,334	2,263	2,205	2,160	영업이익률(%)	5.8	5.1	5.6	6.0
자산총계	15,766	16,590	17,326	18,113	EBITDA	1,375	1,452	1,646	1,806
유동부채	4,699	5,006	5,240	5,420	EBITDA M%	9.4	8.8	9.1	9.1
매입채무 및 기타채무	1,939	2,190	2,416	2,631	영업외손익	-315	-84	-267	-257
단기차입금	1,801	1,871	1,882	1,852	지분법관련손익	1	20	22	37
유동성장기부채	773	736	711	686	금융손익	-212	-179	-204	-204
비유동부채	5,007	5,075	5,106	5,132	기타영업외손익	-104	75	-85	-90
사채 및 장기차입금	4,054	4,004	3,929	3,854	세전이익	528	751	758	932
부채총계	9,706	10,081	10,346	10,552	법인세비용	175	267	251	316
지배기업소유지분	3,409	3,751	4,112	4,557	당기순이익	354	483	507	616
자본금	72	72	72	72	지배주주순이익	276	377	396	481
자본잉여금	924	924	924	924	지배주주순이익률(%)	2.4	2.9	2.8	3.1
이익잉여금	2,567	2,908	3,269	3,714	비지배주주순이익	78	106	111	135
기타자본	-154	-154	-154	-154	기타포괄이익	30	0	0	0
비지배지분	2,651	2,757	2,869	3,004	총포괄이익	384	483	507	616
자본총계	6,060	6,508	6,980	7,561	EPS 증가율(%, 지배)	45.7	36.7	5.0	21.4
총차입금	6,706	6,692	6,608	6,482	이자손익	-161	-168	-160	-150
순차입금	5,652	5,310	4,885	4,417	총외화관련손익	-59	-47	-60	-20

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	800	1,193	1,337	1,373	총발행주식수(천주)	13,162	13,169	13,169	13,169
영업에서 창출된 현금흐름	952	1,460	1,587	1,689	시가총액(십억원)	4,705	5,248	5,248	5,248
이자의 수취	0	0	0	0	주가(원)	357,500	398,500	398,500	398,500
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	19,044	26,025	27,315	33,152
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	242,224	265,684	290,556	321,265
법인세부담액	-151	-267	-251	-316	DPS(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
투자활동 현금흐름	-1,409	-671	-739	-743	PER(X)	18.8	15.3	14.6	12.0
유동자산의 감소(증가)	-161	-48	-54	-60	PBR(X)	1.5	1.5	1.4	1.2
투자자산의 감소(증가)	-77	-47	-44	-30	EV/EBITDA(X)	9.6	9.3	8.0	7.1
유형자산 감소(증가)	-807	-551	-600	-648	ROE(%)	6.2	7.7	7.5	8.5
무형자산 감소(증가)	-691	-10	-20	-30	ROA(%)	2.4	3.0	3.0	3.5
재무활동 현금흐름	726	-241	-311	-349	ROIC(%)	5.8	5.5	6.6	7.4
사채및차입금증가(감소)	0	0	0	0	배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6
자본금및자본잉여금 증감	2	0	0	0	부채비율(%)	160.1	154.9	148.2	139.6
배당금 지급	-54	-35	-35	-35	순차입금/자기자본(%)	93.3	81.6	70.0	58.4
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	103.9	113.7	121.5	129.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	4.7	4.3	5.4	6.3
현금증감	0	0	0	0	총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1
기초현금	0	0	0	0	매출채권 회전율	7.3	7.0	6.9	6.9
기말현금	0	0	0	0	재고자산 회전율	12.2	12.1	12.5	13.3
FCF	-45	642	737	725	매입채무 회전율	6.4	6.2	6.1	6.0

자료: 케이프투자증권

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

KT&G (033780KS | Buy 유지 | TP 153,000원 유지)**과도기이지만 미래 성장성은 밝다**

2018년 매출액은 4.2%, 영업이익은 2.8% 전년대비 증가할 전망입니다. 전자담배 출시 초기 투자비와 감가비 부담은 있지만 담배 수출과 홍삼 매출 확대를 통해서 비용 상쇄가 가능할 것으로 예상합니다. 과도기 기간을 잘 넘기면 확실한 성장성과 수익성을 보여줄 거라 기대합니다. 투자의견 Buy와 목표주가 153,000원 유지합니다.

2018년 영업이익 2.8% 증가 예상

- 2018년은 매출액 4조 9,212억원(4.2%YoY), 영업이익 1조 5,775억원(2.8%YoY) 추정
- 일반 담배는 수요 감소가 이어질 것으로 예상되지만 1) 담배 수출 확대 2) 홍삼 수요 증가로 인해 이익 감소를 방어할 것으로 예상

미래 성장 방향성은 긍정적

- 전자담배 “핏(Fit)”이 2018년부터 본격적으로 판매 되며, 전체 시장(일반담배 + 전자담배)에서 약 35억본 판매되며, 연간 점유율 4.5%를 기록할 것으로 예상됨. 경쟁사보다 늦게 출시하였지만 1) 영업력 2) 호환성 3) 기존제품 보완 출시로 빠르게 점유율이 확대될 전망
- 담배 수출은 1) 진출국 확대와 이미 진입한 국가에서 2) 제품 믹스 개선 및 3) 지역 확대를 통해 금액과 물량 측면에서 모두 실적이 개선될 것으로 예상
- 홍삼은 자가 수요 증가에 따른 매출 상승 및 제품 포트폴리오 확대로 실적 개선 전망

투자의견 BUY와 목표주가 153,000원 유지

- 투자비 및 감가비 때문에 단기적으로 수익성은 훼손될 수 있지만 전자담배의 시장 안착과 점유율 확대가 더 중요하다고 판단됨
- 전자담배 출시 및 수출을 통해서 하향산업이라고 인식되던 담배에서 지속 성장 가능한 성장 동력 확보
- 연말 배당금 200원 이상 인상할 예정 공시. 배당확대는 주가의 하방경직성으로 이어질 예상

Stock Data			
주가(11/20)	117,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	16,132십억원		
52주 최고/최저가	120,500원/ 95,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.3	14.1	13.5
상대주가(%)	5.7	3.3	-11.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	4,170	4,503	4,721	4,921	5,108
영업이익	(십억원)	1,366	1,470	1,534	1,577	1,625
영업이익률	(%)	32.8	32.6	32.5	32.1	31.8
순이익	(십억원)	1,036	1,231	1,243	1,278	1,332
EPS	(원)	7,544	8,968	9,093	9,346	9,744
증감률	(%)	25.4	18.9	1.4	2.8	4.3
PER	(배)	13.9	11.3	12.8	12.4	11.9
PBR	(배)	2.2	1.9	1.9	1.8	1.6
ROE	(%)	17.2	18.3	16.5	15.3	14.5
EV/EBITDA	(배)	8.5	7.2	7.5	7.0	6.3
순차입금	(십억원)	-1,365	-2,265	-2,953	-3,628	-4,379
부채비율	(%)	38.2	37.9	34.9	32.5	30.8

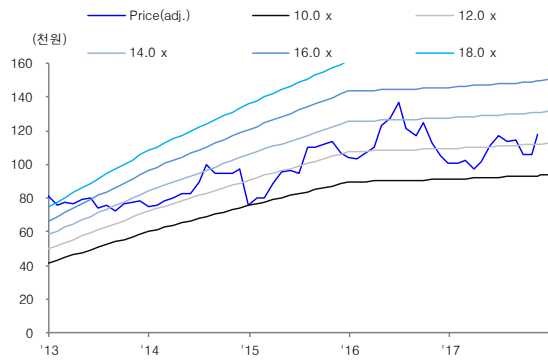
KT&G | 과도기이지만 미래 성장성은 밝다

표1. KT&G 분기별 실적 전망													(단위:십억원, %)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	1,091	1,088	1,220	1,104	1,179	1,162	1,279	1,102	1,232	1,185	1,336	1,168	4,503	4,721	4,921
KT&G	701	746	754	768	726	801	789	750	747	789	824	801	2,968	3,067	3,161
1) 담배 내수	424	468	498	449	426	465	507	444	417	460	499	441	1,839	1,842	1,817
2) 담배 수출	232	194	197	208	237	229	206	228	257	249	233	252	831	900	991
3) 기타	45	84	59	110	63	108	76	76	57	52	50	50	298	323	210
4) 전자담배	0	0	0	0	0	0	0	2	16	28	43	57	0	2	144
KGC	296	254	345	213	342	254	367	224	364	274	388	243	1,108	1,187	1,268
기타 자회사	95	89	121	123	111	106	122	128	121	123	124	125	427	467	493
YoY(%)	-4.0	5.4	7.6	27.3	8.0	6.8	4.8	-0.1	4.6	2.0	4.4	5.9	8.0	4.8	4.2
KT&G	-8.9	10.2	7.3	14.1	3.5	7.5	4.7	-2.2	2.9	-1.5	4.4	6.7	5.2	3.3	3.0
1) 담배 내수	-25.5	4.3	4.8	3.7	0.5	-0.7	1.8	-1.2	-2.1	-1.1	-1.7	-0.5	-4.5	0.1	-1.4
2) 담배 수출	70.9	6.6	4.5	18.9	1.9	18.1	4.7	9.6	8.5	8.9	12.9	10.5	22.0	8.3	10.1
3) 기타	-30.3	83.0	50.0	71.2	40.4	28.5	29.5	-31.0	-9.2	-51.9	-34.1	-34.2	39.2	8.5	-35.2
KGC	23.7	18.1	21.9	17.8	15.6	0.3	6.3	5.1	6.5	7.6	5.6	8.3	20.7	7.2	6.8
기타	-26.2	-36.8	-18.5	838.6	17.4	19.2	1.0	3.9	9.3	15.7	1.5	-2.6	-0.7	9.3	5.5
OP	393	346	426	305	396	386	422	331	399	392	441	345	1,470	1,534	1,577
KT&G	327	323	349	306	320	343	338	319	306	327	343	336	1,305	1,321	1,313
KGC	69	35	69	2	79	39	77	8	92	64	97	8	175	202	261
기타	-3	-12	8	-3	-4	5	6	4	1	1	1	1	-10	11	3
OP YoY	-8.3	14.2	15.1	15.6	0.6	11.7	-1.1	8.4	0.8	1.6	4.6	4.4	7.6	4.4	2.8
KT&G	-13.8	21.9	10.4	13.1	-2.3	6.3	-3.1	4.4	-4.2	-4.6	1.3	5.4	6.0	1.2	-0.6
KGC	42.9	12.1	29.4	159.4	14.9	10.0	12.3	225.5	16.0	66.6	26.3	4.6	31.1	15.7	29.1
기타	적전	적전	639.2	적지	8.0	흑전	-26.3	흑전	흑전	-84.2	-81.3	-74.8	적전	흑전	-69.8
OPM	36.0	31.8	34.9	27.6	33.6	33.3	33.0	30.0	32.3	33.1	33.0	29.6	32.6	32.5	32.1
KT&G	46.7	43.3	46.3	39.8	44.1	42.8	42.9	42.5	41.0	41.5	41.6	42.0	44.0	43.1	41.5
KGC	23.3	13.8	19.9	1.1	23.2	15.2	21.0	3.9	22.0	14.0	19.5	1.8	15.8	17.0	20.6
기타	-3.5	-13.5	7.0	-2.5	-3.2	4.5	5.1	-1.4	0.2	0.3	0.5	0.4	-2.3	2.4	0.7

자료: 케이프투자증권

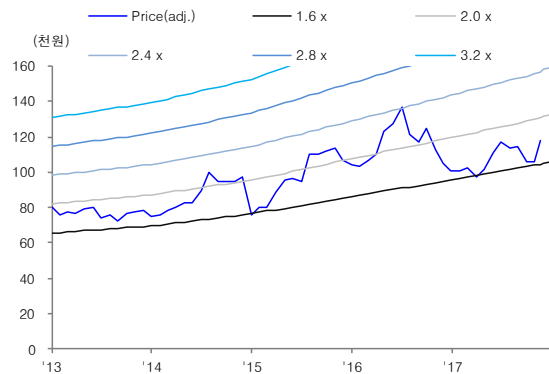
KT&G | 과도기이지만 미래 성장성은 밝다

그림1. PER차트



자료: 케이프투자증권

그림2. PBR 차트



자료: 케이프투자증권

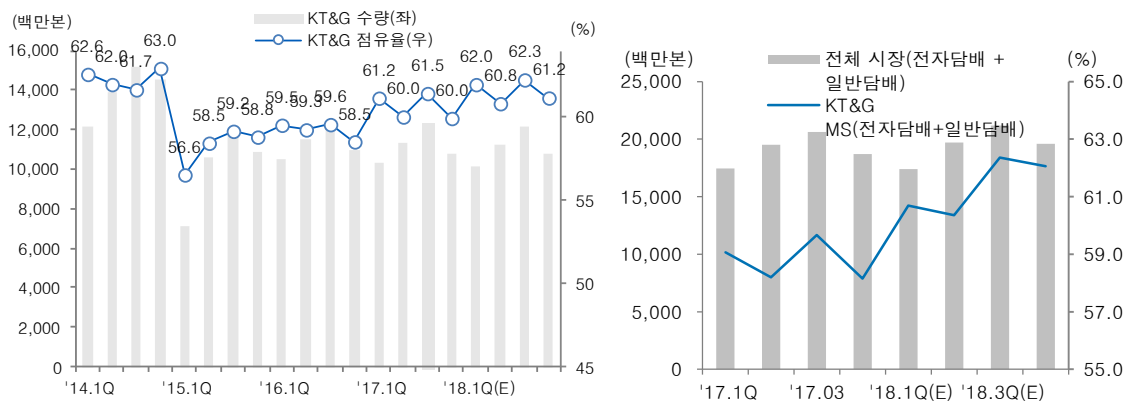
표2. PER Valuation

2018년 순이익 (십억원)	1,278
2018년 EPS (원)	9,346
현재주가 (원)	117,500
현재주가 PER	12.4
적정주가 (원)	158,881
Target PER	17
목표주가 (원)	153,000
상승여력	30.2

경쟁 담배 회사 평균

자료: 케이프투자증권

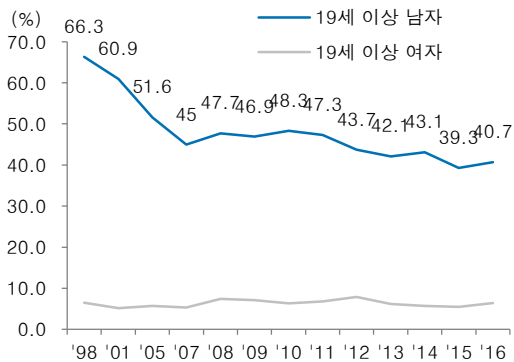
그림3. 일반 담배 vs 전체담배(전자담배+일반담배) KT&G MS 추이 전망



자료: 케이프투자증권

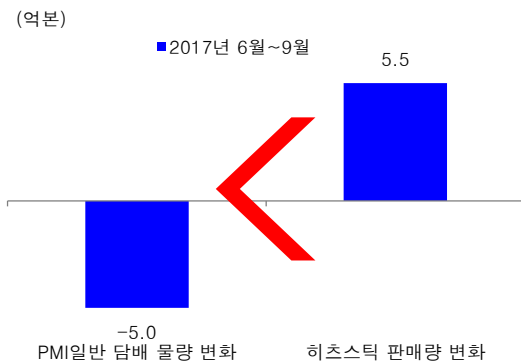
KT&G | 과대기이지만 미래 성장성은 밝다

그림4. 흡연율 추이



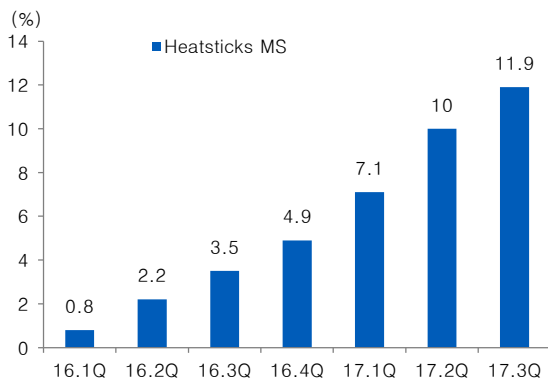
자료: 보건복지부, 케이프투자증권

그림5. PMI 내 담배 물량 변화 추정 (6월~9월)



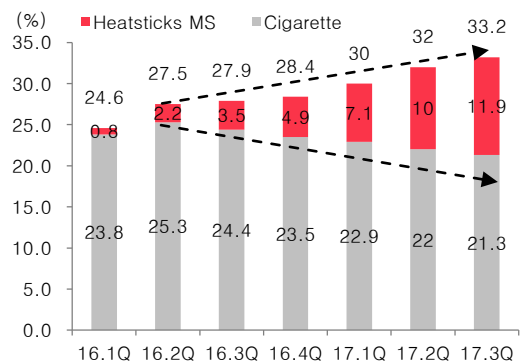
자료: 케이프투자증권

그림6. 일본시장 내 히츠스틱 점유율 추이



자료: PMI, 케이프투자증권

그림7. 일본 내 PM 담배 세그먼트별 점유율 추이



자료: PMI, 케이프투자증권

표3. 일반담배 제조사별 총수요 변화와 히츠스틱 판매량 추정

					(단위: 억 본)	
	16년 6~9월		차이		히츠스틱 판매	
	16년 6~9월	17년 6~9월			2017년 2분기	2017년 3분기
KT&G	162	161	-0.7		0.4	5.1
PM	54	49	-5.0			
JTI	19	20	0.7			
BAT	36	33	-2.4			
총수요	271	264	-7.4		총 판매	5.5

자료: KT&G, 케이프투자증권

KT&G | 과도기이지만 미래 성장성은 밝다

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	6,621	7,468	8,294	9,230	매출액	4,503	4,721	4,921	5,108
현금및현금성자산	851	1,418	1,988	2,685	증가율(%)	8.0	4.8	4.2	3.8
매출채권 및 기타채권	1,266	1,328	1,384	1,436	매출원가	1,797	1,915	2,022	2,093
재고자산	2,265	2,375	2,476	2,570	매출총이익	2,707	2,806	2,899	3,015
비유동자산	3,192	3,251	3,326	3,383	매출총이익률(%)	60.1	59.4	58.9	59.0
투자자산	984	1,032	1,076	1,117	판매비와 관리비	1,236	1,272	1,321	1,390
유형자산	1,602	1,601	1,617	1,623	영업이익	1,470	1,534	1,577	1,625
무형자산	105	117	132	142	영업이익률(%)	32.6	32.5	32.1	31.8
자산총계	9,813	10,718	11,619	12,613	EBITDA	1,628	1,731	1,778	1,828
유동부채	2,153	2,226	2,293	2,392	EBITDA M%	36.2	36.7	36.1	35.8
매입채무 및 기타채무	1,787	1,874	1,953	2,027	영업외손익	118	89	113	117
단기차입금	137	107	87	111	지분법관련손익	2	2	3	2
유동성장기부채	10	15	13	5	금융손익	53	55	71	81
비유동부채	541	547	557	574	기타영업외손익	63	32	39	34
사채 및 장기차입금	63	48	40	39	세전이익	1,588	1,623	1,690	1,742
부채총계	2,694	2,773	2,850	2,966	법인세비용	362	380	413	410
지배기업소유자본	7,046	7,879	8,707	9,590	당기순이익	1,226	1,243	1,278	1,332
자본금	955	955	955	955	지배주주순이익	1,231	1,248	1,283	1,338
자본잉여금	510	510	510	510	지배주주순이익률(%)	27.2	26.3	26.0	26.1
이익잉여금	6,009	6,803	7,632	8,515	비지배주주순이익	-5	-5	-5	-6
기타자본	-429	-390	-390	-390	기타포괄이익	1	39	0	0
비지배지분	73	67	62	56	총포괄이익	1,227	1,282	1,278	1,332
자본총계	7,118	7,946	8,769	9,646	EPS 증가율(%, 지배)	18.9	1.4	2.8	4.3
총차입금	262	223	193	208	이자손익	31	46	58	71
순차입금	-2,265	-2,953	-3,628	-4,379	총외환관련손익	41	-8	9	4

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,498	1,301	1,317	1,370	총발행주식수(천주)	137,292	137,292	137,292	137,292
영업에서 창출된 현금흐름	1,882	1,681	1,729	1,780	시가총액(십억원)	13,867	15,926	15,926	15,926
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	101,000	116,000	116,000	116,000
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	8,968	9,093	9,346	9,744
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	53,709	59,775	65,810	72,244
법인세부담액	-384	-380	-413	-410	DPS(원)	3,600	3,600	3,600	3,600
투자활동 현금흐름	-703	-234	-257	-230	PER(X)	11.3	12.8	12.4	11.9
유동자산의 감소(증가)	-521	-81	-74	-70	PBR(X)	1.9	1.9	1.8	1.6
투자자산의 감소(증가)	-112	-46	-41	-39	EV/EBITDA(X)	7.2	7.5	7.0	6.3
유형자산 감소(증가)	-150	-190	-210	-201	ROE(%)	18.3	16.5	15.3	14.5
무형자산 감소(증가)	-5	-18	-22	-18	ROA(%)	13.3	12.1	11.4	11.0
재무활동 현금흐름	-488	-500	-489	-444	ROIC(%)	28.6	30.9	30.4	30.7
사채 및 차입금증가(감소)	-74	-40	-30	15	배당수익률(%)	3.6	3.1	3.1	3.1
자본금및자본잉여금 증감	26	0	0	0	부채비율(%)	37.9	34.9	32.5	30.8
배당금 지급	-428	-455	-455	-455	순차입금/자기자본(%)	-31.8	-37.2	-41.4	-45.4
외환환산으로 인한 현금변동	-2	0	0	0	유동비율(%)	307.5	335.5	361.7	385.8
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	218.6	281.7	338.2	361.5
현금증감	305	567	570	697	총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4
기초현금	546	851	1,418	1,988	매출채권 회전율	3.7	3.6	3.6	3.6
기말현금	851	1,418	1,988	2,685	재고자산 회전율	2.1	2.0	2.0	2.0
FCF	1,336	1,061	1,057	1,119	매입채무 회전율	1.1	1.0	1.1	1.1

자료: 케이프투자증권

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

오리온 (271560KS | Hold 신규 | TP 125,000원 신규)**중국시장에서 회복은 확실, 추가적 성장은 불확실**

2018년 매출액 8.5%, 영업이익 59.4% 전년대비 증가할 전망이다. 이는 중국에서 한한령 완화에 따른 실적 회복 효과가 가장 큼이다. 하지만 사드 이전보다 높은 수준으로 회복은 어려울 것으로 예상되는 가운데, 중국 회복에 대한 기대감은 이미 주가에 반영되었습니다. 현재 수준에서 추가적 주가 상승 모멘텀은 제한적이라고 판단합니다. 투자의견 HOLD와 목표주가 125,000원으로 커버리지 개시합니다.

2018년 영업이익 59.4% 증가 예상

- 2018년은 매출액 2조 1,200억원(8.5%YoY), 영업이익 3,086억원(59.4%YoY) 추정
- 사드로 인해 중국법인 실적이 악화 되었던 기저효과 및 한한령 해제와 이에 따른 매출 회복이 예상됨

중국에서 개선은 회복이지, 성장은 아니다

- 중국에서 한한령 완화로 매출액 13.2%YoY, 영업이익 171.6%YoY 증가하며 전체 실적 개선에 기여할 것으로 예상
- 하지만 중국에서 1) 소비자 기호가 변하고 2) 해외 기업들의 진입으로 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 오리온이 진출하고 있는 제과 전방산업에 대한 전망이 긍정적이지는 않음. 2018년 중국에서 매출은 1조 822억원으로 예상되는데 이는 사드 발생 이전 2016년 1조 3,460억원보다 낮은 수준임. 중국에서 개선은 사드로 인해 매출이 악화 되었던 부분에 대한 회복의 관점으로 접근이 필요함
- 베트남에서는 제품 포트폴리오 강화 및 유통채널 확대를 통해 매출액 13.7%YoY, 영업이익 13.1%YoY 증가하며 고성장을 지속할 전망.

투자의견 HOLD, 목표주가 125,000원으로 신규 커버리지 개시

- 중국의 경제 개선과 한한령 해제에 따른 중국 매출 회복에 대한 기대감은 이미 주가에 반영되었음. 사드 이슈가 있기 전과 비교시 현재 주가 흐름은 과도한 부분이 있다고 판단됨
- 베트남에서의 성장성은 긍정적! 하지만 베트남 시장의 성장을 고려하더라도, 현재 수준에서 추가적 주가 상승에 대한 모멘텀은 제한적인 것으로 판단됨



경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	#N/A	#N/A	1,953	2,120	2,301
영업이익	(십억원)	#N/A	#N/A	194	309	348
영업이익률	(%)	#N/A	#N/A	9.9	14.6	15.1
순이익	(십억원)	#N/A	#N/A	138	218	249
EPS	(원)	#N/A	#N/A	3,308	5,232	5,995
증감률	(%)	#N/A	#N/A	N/A	58.2	14.6
PER	(배)	#N/A	#N/A	36.6	23.1	20.2
PBR	(배)	#N/A	#N/A	3.1	3.2	3.2
ROE	(%)	#N/A	#N/A	8.6	13.6	15.7
EV/EBITDA	(배)	#N/A	#N/A	8.0	7.5	7.4
순차입금	(십억원)	#N/A	#N/A	185	47	-94
부채비율	(%)	#N/A	#N/A	62.8	56.4	54.7

CAPE

해외 시장 공략! New 시각이 필요

식품소재 수익구조 개선과 가공식품 비용 효율화

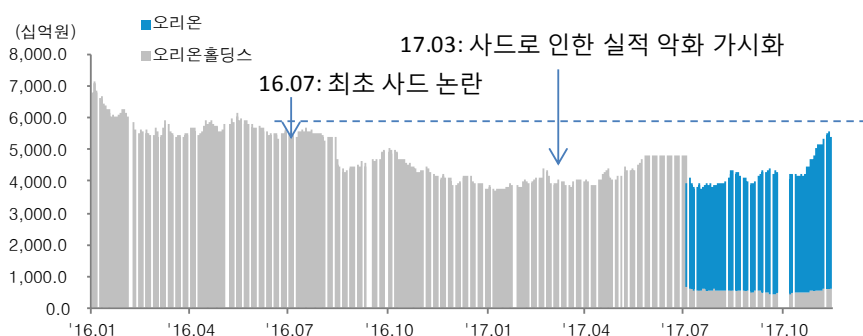
한한령 완화로 인한
중국 시장에서 매출
회복은 주가에 이미
반영

오리온에서 해외 매출비중은 약 %이고 이중 %가 중국 매출이다. 따라서 중국에서 성과는 동사의 주가와 밸류에이션에 주요 요인이다. 2017년 상반기 때는 한한령 여파로 중국 매출이 악화되었다. 사드 이슈가 결국에는 해결될 문제로 보이는 현재 상황에서 중국에서 제과 산업의 장기 성장성에 대한 고민이 필요하다. 반면, 중국 소비자 트렌드는 점차 프리미엄과 건강관련 제품으로 이동하고 있다. 또한 중국 시장에 진출한 서구 제조사들이 증가함에 따라서 경쟁은 심해졌다.

중국 제과 시장에서 동사의 성장성은 둔화되었으므로 현 수준에서 주가의 추가상승 요인은 제한적으로 판단된다. 2016년 7월에 최초 사드 이슈 논란이 있었다. 이후 오리온 자체 펀더멘털 악화(중국 매출 둔화)까지 겹치면서 주가가 하락했다. 최근 중국 경제가 회복되고 있다는 것과 한한령 완화 기조가 보이면서 주가가 상승세이다. 이미 오리온과 오리온홀딩스의 합산 시총이 이전 사드 논란이 있기 전의 시총 수준인 5조까지 상승했다. 사드라는 악재가 회복된다는 기대감은 이미 주가에 반영된 것으로 판단한다.

베트남에서 2018년 매출액 %YoY, 영업이익 %YoY 증가할 전망이다. 성장기를 지난 중국 제과 시장과 달리, 베트남은 GDP 수준을 보면 과자 시장의 성장 초기 단계이다. 향후 추가 성장의 가능성이 높은 것으로 판단한다. 성장성이 둔화된 중국 외의 새로운 시장 공략 관점에서 베트남 진출은 현명한 선택이었다 본다. 현재는 베트남의 성장성 때문에 추가 매수를 하기는 부담스러운 주가 수준이고, 베트남의 비중이 중국대비 낮다. 하지만 향후 동사의 투자 포인트는 베트남 성장성에 있을 것으로 전망한다.

그림1. 오리온과 오리온홀딩스 시가총액 추이

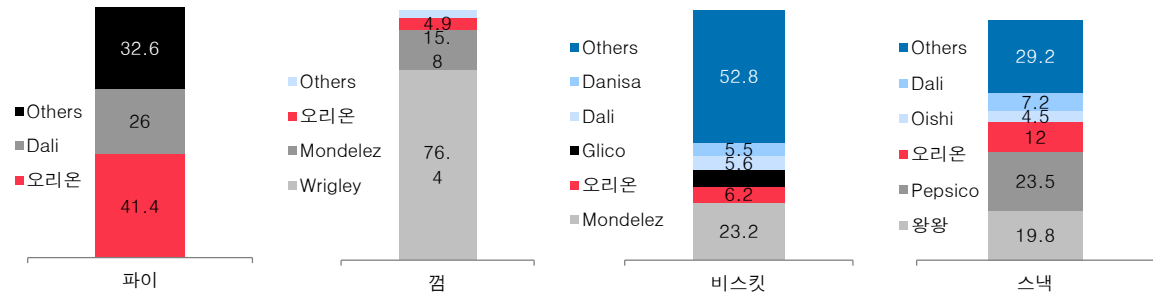


자료: Quantwise, 케이프투자증권

오리온 | 중국시장에서 회복은 확실, 추가적 성장은 불확실

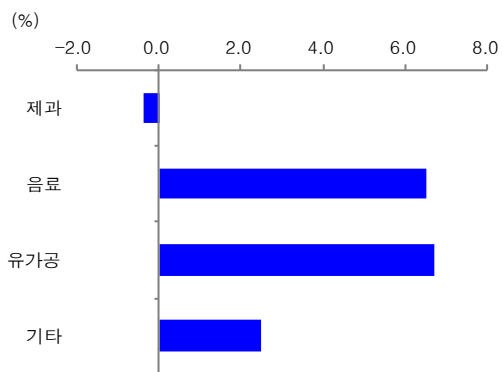
그림2. 중국 제과 시장 카테고리별 주요 제조사 점유율

(%)



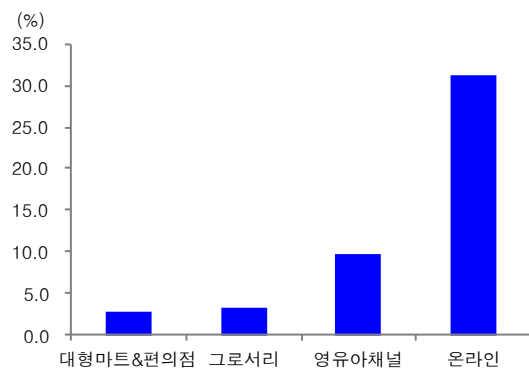
자료: Quantwise, 케이프투자증권

그림3. 중국 주요 식품군별 성장률



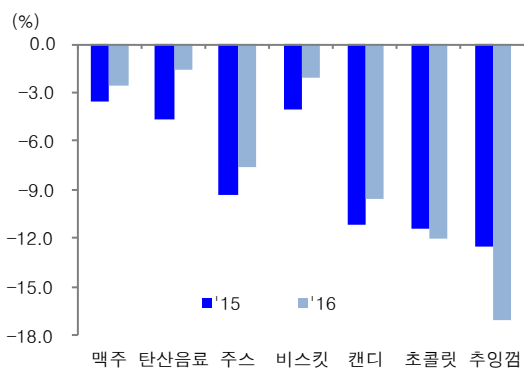
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림4. 중국 채널별 성장률



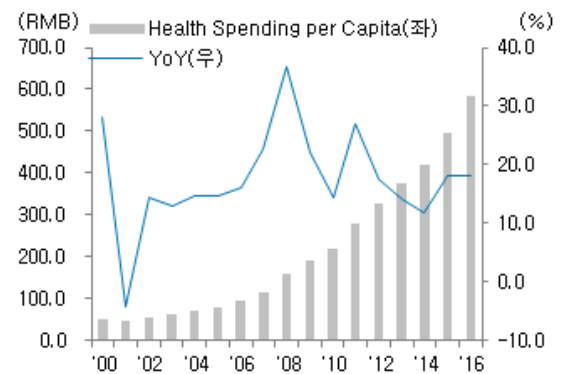
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림5. 카테고리별 전년대비 성장률



자료: Kartar, Bain&Company 케이프투자증권

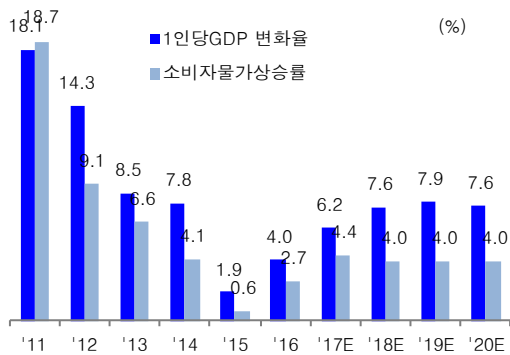
그림6. 식품 시장 성장률 추이



자료: Euromonitor, Bain&Company, 케이프투자증권

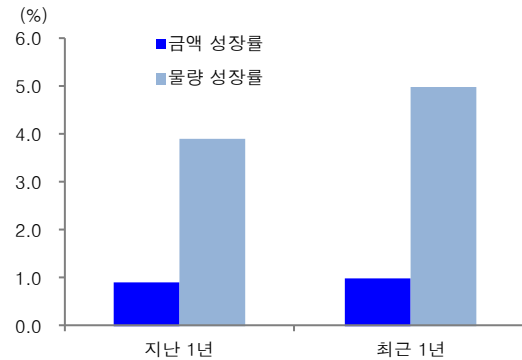
오리온 | 중국시장에서 회복은 확실, 추가적 성장은 불확실

그림7. 베트남 경제 상황



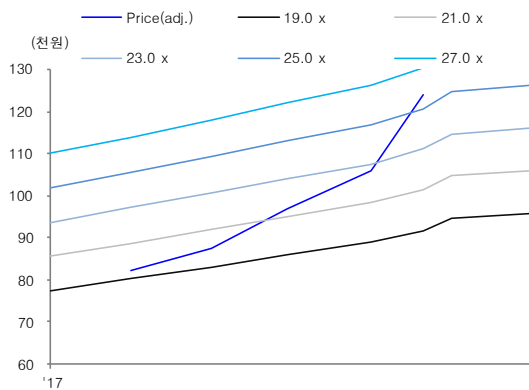
자료: IMF, 케이프투자증권

그림8. 베트남 식품 시장 성장률 추이



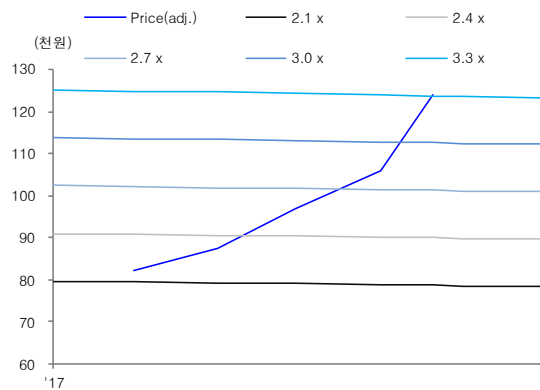
자료: 업계자료, 케이프투자증권

그림9. PER 밴드



자료: 케이프투자증권

그림10. PBR 밴드



자료: 케이프투자증권

표1. PER Valuation

2018년 순이익 (십억원)	218	
2018년 EPS (원)	5,232	
현재주가 (원)	124,000	
현재주가 PER	24.3	
Target PER	24	과거 평균 PER 하단
목표주가 (원)	125,000	
상승여력	0.8	

자료: 케이프투자증권

오리온 | 중국시장에서 회복은 확실, 추가적 성장은 불확실

표2. 오리온 분기별 실적 추이 및 전망									(단위: 십억원, %)	
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2,017E	2,018E
매출액	488	383	532	550	575	422	573	550	1,953	2,120
국내	173	174	173	174	173	173	172	174	695	691
중국	235	142	289	291	311	170	321	281	956	1,082
베트남	62	49	50	65	70	57	58	72	226	257
러시아	18	19	20	21	21	22	23	24	77	89
YoY	-21.9	-22.6	-6.5	-8.6	17.8	10.2	7.6	0.0	-14.7	8.5
국내	-0.3	4.3	8.2	-2.5	-0.3	-0.3	-1.0	-0.5	2.3	-0.5
중국	-37.9	-48.0	-17.1	-16.3	32.2	20.4	11.0	-3.3	-29.0	13.2
베트남	4.9	15.6	11.0	12.5	13.8	16.3	15.1	10.8	10.6	13.7
러시아	29.2	35.0	27.7	13.3	18.6	13.8	15.2	17.6	25.4	16.3
영업이익	30	20	81	64	88	57	87	77	194	309
국내	18	23	21	20	21	23	18	22	82	84
중국	-5	-14	47	32	48	22	52	41	60	162
베트남	12	7	9	8	14	8	10	8	35	40
러시아	4	4	4	5	5	5	6	6	17	22
YoY	-71.7	-31.0	-11.1	-27.3	198.3	190.8	7.3	20.4	-37.8	59.4
국내	-23.0	39.2	71.1	-24.4	15.2	-0.9	-13.0	12.6	4.1	2.9
중국	-107.2	-298.6	-33.8	-39.3	흑전	흑전	11.5	26.6	-69.9	171.6
베트남	6.2	88.6	59.6	25.0	16.7	13.6	13.2	6.7	32.8	13.1
러시아	215.4	233.3	81.8	55.2	22.0	25.0	50.0	33.3	118.4	32.5
OPM	6.1	5.1	15.1	11.6	15.4	13.5	15.1	14.0	9.9	14.6
국내	10.6	13.3	11.9	11.4	12.3	13.2	10.5	12.9	11.8	12.2
중국	-2.1	-10.0	16.2	11.0	15.5	12.7	16.3	14.4	6.3	15.0
베트남	19.4	13.5	18.1	11.5	21.0	10.0	21.6	12.0	15.6	15.5
러시아	23.2	21.2	20.2	22.0	23.0	23.3	26.3	24.9	21.6	24.6

자료: 케이프투자증권

오리온 | 중국시장에서 회복은 확실, 추가적 성장은 불확실

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	#N/A	870	898	1,023	매출액	#N/A	1,953	2,120	2,301
현금및현금성자산	#N/A	450	443	529	증가율(%)	#N/A	N/A	8.5	8.5
매출채권 및 기타채권	#N/A	156	170	184	매출원가	#N/A	1,063	1,093	1,187
재고자산	#N/A	136	148	160	매출총이익	#N/A	890	1,027	1,114
비유동자산	#N/A	1,743	1,581	1,448	매출총이익률(%)	#N/A	45.6	48.4	48.4
투자자산	#N/A	117	127	138	판매비와 관리비	#N/A	697	718	766
유형자산	#N/A	1,508	1,337	1,193	영업이익	#N/A	194	309	348
무형자산	#N/A	24	24	24	영업이익률(%)	#N/A	9.9	14.6	15.1
자산총계	#N/A	2,613	2,479	2,472	EBITDA	#N/A	632	660	652
유동부채	#N/A	687	619	615	EBITDA M%	#N/A	32.3	31.1	28.3
매입채무 및 기타채무	#N/A	185	201	218	영업외손익	N/A	-10	-15	-17
단기차입금	#N/A	134	134	134	지분법관련손익	#N/A	0	0	0
유동성장기부채	#N/A	272	180	150	금융손익	#N/A	-10	-15	-17
비유동부채	#N/A	321	275	259	기타영업외손익	#N/A	0	0	0
사채 및 장기차입금	#N/A	277	227	207	세전이익	#N/A	183	294	331
부채총계	#N/A	1,008	894	874	법인세비용	#N/A	46	76	82
지배기업소유자분	#N/A	1,493	1,463	1,463	당기순이익	#N/A	138	218	249
자본금	#N/A	30	30	30	지배주주순이익	#N/A	131	207	237
자본잉여금	#N/A	67	67	67	지배주주순이익률(%)	#N/A	7.0	10.3	10.8
이익잉여금	#N/A	1,430	1,400	1,400	비지배주주순이익	#N/A	7	11	12
기타자본	#N/A	-34	-34	-34	기타포괄이익	#N/A	0	0	0
비지배지분	#N/A	112	123	135	총포괄이익	#N/A	138	218	249
자본총계	#N/A	1,605	1,586	1,598	EPS 증가율(%, 지배)	#N/A	N/A	58.2	14.6
총차입금	#N/A	683	541	491	이자손익	#N/A	-10	-5	-1
순차입금	#N/A	185	47	-94	총외환관련손익	#N/A	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	#N/A	349	565	549	총발행주식수(천주)	#N/A	39,534	39,534	39,534
영업에서 창출된 현금흐름	#N/A	405	646	631	시가총액(십억원)	#N/A	4,784	4,784	4,784
이자 수취	#N/A	10	13	14	주가(원)	#N/A	121,000	121,000	121,000
이자 지급	#N/A	-21	-18	-15	EPS(원)	#N/A	3,308	5,232	5,995
배당금 수입	#N/A	0	0	0	BPS(원)	#N/A	38,589	37,821	37,816
법인세부담액	#N/A	-46	-76	-82	DPS(원)	#N/A	6,000	6,000	6,000
투자활동 현금흐름	#N/A	-42	-194	-175	PER(X)	#N/A	36.6	23.1	20.2
유동자산의 감소(증가)	#N/A	10	-4	-4	PBR(X)	#N/A	3.1	3.2	3.2
투자자산의 감소(증가)	#N/A	26	-10	-11	EV/EBITDA(X)	#N/A	8.0	7.5	7.4
유형자산 감소(증가)	#N/A	-100	-180	-160	ROE(%)	#N/A	8.6	13.6	15.7
무형자산 감소(증가)	#N/A	0	0	0	ROA(%)	#N/A	5.3	8.5	10.1
재무활동 현금흐름	#N/A	-96	-379	-287	ROIC(%)	#N/A	N/A	15.0	19.0
사채 및 차입금증가(감소)	#N/A	-64	-142	-50	배당수익률(%)	#N/A	5.0	5.0	5.0
자본금및자본잉여금 증감	#N/A	0	0	0	부채비율(%)	#N/A	62.8	56.4	54.7
배당금 지급	#N/A	-32	-237	-237	순차입금/자기자본(%)	0.0	11.5	3.0	-5.9
외환환산으로 인한 현금변동	#N/A	0	0	0	유동비율(%)	#N/A	126.7	145.1	166.4
연결법외변동으로 인한 현금증감	#N/A	0	0	0	이자보상배율(X)	#N/A	9.4	17.6	23.5
현금증감	#N/A	211	-8	86	총자산회전율	#N/A	0.7	0.8	0.9
기초현금	#N/A	240	450	443	매출채권 회전율	#N/A	12.5	13.0	13.0
기말현금	#N/A	450	443	529	재고자산 회전율	#N/A	14.4	14.9	14.9
FCF	#N/A	149	385	389	매입채무 회전율	#N/A	5.7	5.7	5.7

자료: 케이프투자증권

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

하이트진로 (000080KS | Buy 유지 | TP 30,000원 유지)**2018년에도 이어지는 실적 개선 모멘텀**

2018년 매출액 3.0%, 영업이익 71.6% 전년대비 증가할 것으로 예상합니다. 2017년 4분기 파업에 의한 영업일수 감소로 실적에 타격이 있을 것으로 예상합니다. 하지만 이는 일시적 이슈이고, 2018년에는 맥주 신제품 매출 호조, 소주 점유율 상승, 인력구조조정 효과로 실적 개선 모멘텀이 다시 이어질 전망입니다. 투자의견 Buy와 목표주가 3만원 유지합니다.

2018년 영업이익 71.6% 증가 예상

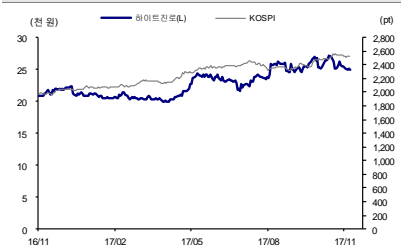
- 2018년은 매출액 1조 9,605억원(3.0%YoY), 영업이익 1,448억원(71.6%YoY) 추정
- 신제품 필라이트 판매 호조 및 소주 점유율 상승으로 실적 개선 전망

매출확대와 비용 절감 효과 모두 기대

- 맥주: 2017년 상반기 리뉴얼 전 제품의 물량 소진으로 가동률이 감소했던 기저 효과 존재. 필라이트가 본격적으로 매출을 확대하며 가동률 상승 및 실적 개선에 기여할 전망
- 소주: 수도권뿐 아니라 지방에서도 매출과 점유율이 확대되며 영업이익이 21.0%YoY 증가 예상
- 비용: 2017년 인력구조조정에 따른 인건비 감소 효과가 2018년에도 이어질 전망

투자의견 BUY와 목표주가 3만원 유지

- 매출 상승과 비용 절감으로 영업이익이 큰 폭으로 확대될 전망
- 파업에 따른 영업일수(약 20일) 감소가 2017년 4분기 일시적 실적 악화로 이어질 것으로 예상됨. 실적 부진으로 주가가 조정 받을 경우 매수 기회로 판단됨

Stock Data

주가(11/20)	25,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	1,774십억원		
52주 최고/최저가	27,150원/ 19,900원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-2.9	5.5	19.3
상대주가(%)	-4.4	-4.5	-6.8

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	1,907	1,890	1,903	1,960	1,992
영업이익	(십억원)	134	124	84	145	151
영업이익률	(%)	7.0	6.6	4.4	7.4	7.6
순이익	(십억원)	53	38	30	67	70
EPS	(원)	747	538	421	937	987
증감률	(%)	151.9	-28.0	-21.8	122.3	5.4
PER	(배)	31.3	39.2	60.7	26.9	25.5
PBR	(배)	1.2	1.1	1.4	1.3	1.3
ROE	(%)	4.0	2.9	2.4	5.3	5.6
EV/EBITDA	(배)	10.3	10.0	12.7	9.7	9.4
순차입금	(십억원)	961	916	930	894	855
부채비율	(%)	161.2	163.3	167.7	167.3	166.4

표1. 하이트진로 사업부별 분기 실적

(단위:십억원,%)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	Y2016	Y2017E	Y2018E
매출액	409	501	489	491	413	491	528	470	1,890	1,903	1,960
맥주	132	201	230	204	140	200	233	200	767	773	806
소주	243	259	247	260	249	261	263	243	1,009	1,016	1,038
생수	15	18	20	16	15	19	19	16	69	70	70
기타 및 조정	19	23	-8	11	9	11	13	11	45	45	46
YoY%	-5.1	4.4	-2.5	-0.8	1	-1.8	7.9	-4.2	-0.9	0.7	3.0
맥주	-21.7	-2.4	0.3	3.5	6.1	-0.3	1.5	3.0	-4.2	0.9	4.2
소주	5.8	10.1	7	-1.6	2.3	0.9	6.3	3.0	5.1	0.6	2.2
생수	0.8	-5.5	5.1	0	-0.2	4.7	-4.5	4.0	0.1	0.8	0.9
영업이익	27	28	28	41	-27	35	57	20	124	84	145
맥주	-12	-14	3	0	-34	-9	16	-6	-22	-33	5
소주	37	41	24	39	6	44	39	24	140	113	136
생수	0	0	2	0	0	0	0	1	1	1	2
기타	3	3	0	2	0	2	2	2	8	6	6
조정 및 제거	-1	-2	-1	0	1	-2	-1	-1	-4	-3	-4
YoY%	3.6	-1.7	-42.5	32	적전	26.7	103.9	-51.2	-7.4	-31.9	71.6
맥주	적지	적지	-80.3	흑전	적지	적지	444.3	적전	적지	적지	흑전
소주	22.7	14	-13.2	8.6	-82.7	7.7	61.3	-38.9	8.7	-19.8	21.0
생수	-82	적전	6.8	적전	적전	흑전	-71.8	흑전	-70.0	33.1	14.7
기타	44.2	78.4	적전	-14.9	-95.3	-29	흑전	-13.2	적지	적지	2.1
OPM%	6.6	5.5	5.7	8.4	-6.6	7.1	10.7	4.3	6.6	4.4	7.4
맥주	-8.8	-6.7	1.3	0.2	-24.5	-4.5	7.1	-2.8	-2.8	-4.2	0.6
소주	15.1	15.7	9.7	15	2.5	16.8	14.7	9.8	13.9	10.8	11.8
생수	0	-2.6	8.6	-1.9	-1.5	0.2	2.5	6.1	1.4	1.9	2.1

자료: 케이프투자증권

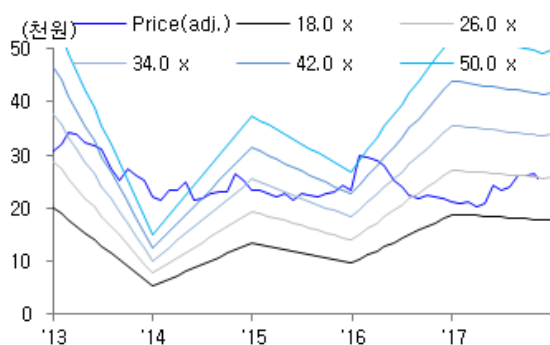
표2. 하이트진로 목표주가 산출: PBR Valuation

2018년 순이익 (십억원)	67
2018년 BPS (원)	18,789
현재주가 (원)	25,000
현재주가 PBR	1.3
적정주가 (원)	30,063
Target PBR	1.6
목표주가 (원)	30,000
상승여력	20.0

빠르게 이익 개선 중이므로 과거 5년 PBR 상단 적용

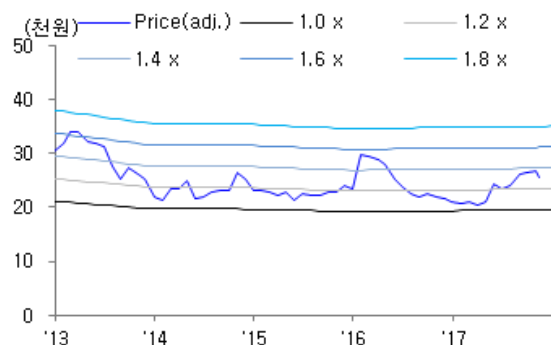
자료: 케이프투자증권

그림1. PER 차트



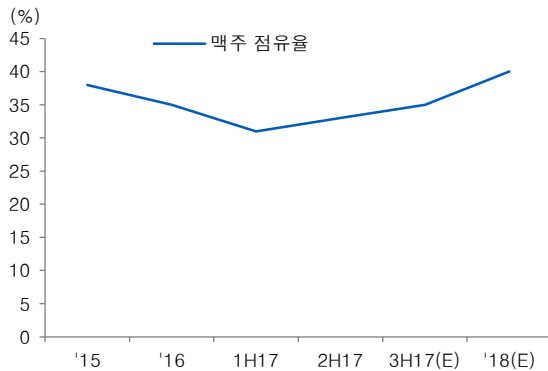
자료: 케이프투자증권

그림2. PBR 차트



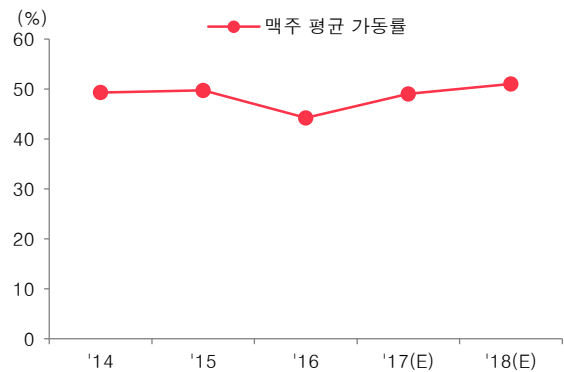
자료: 케이프투자증권

그림3. 맥주 점유율 추이 (추정)



자료: 회사자료, 케이프투자증권

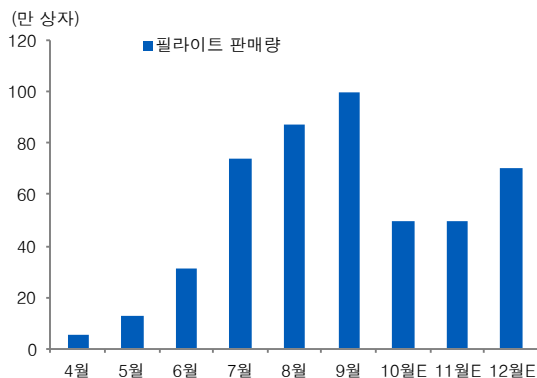
그림4. 맥주 평균 가동률 추이



자료: 회사자료, 케이프투자증권

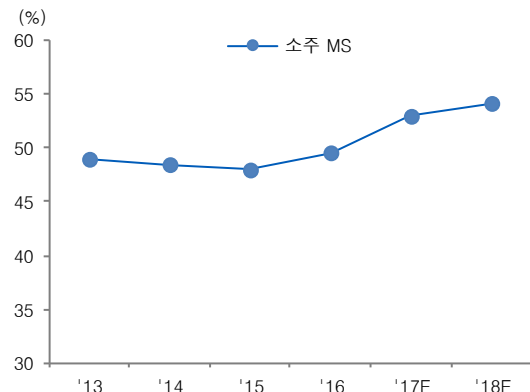
* 평균가동률=생산실적/생산능력, 당기 가동 가능시간 = 월 가동 가능시간 X 6개월. 당기 실제 가동시간 = 평균가동률X당기 가동 가능시간

그림5. 필라이트 월별 판매량 추이



자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림6. 소주 점유율 추이



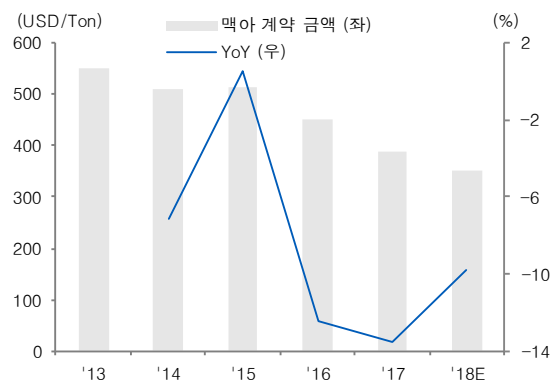
자료: 회사자료, 케이프투자증권

그림7. 일본 맥주/발포주 시장 변화



자료: UN, 케이프투자증권

그림8. 연간 맥아 계약 금액 추이



자료: 회사자료, 케이프투자증권

하이트진로 | 2018년에도 이어지는 실적 개선 모멘텀

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	958	944	975	1,011	매출액	1,890	1,903	1,960	1,992
현금및현금성자산	159	139	146	169	증가율(%)	-0.9	0.7	3.0	1.6
매출채권 및 기타채권	512	515	531	539	매출원가	1,066	1,099	1,116	1,129
재고자산	130	131	135	137	매출총이익	824	805	844	863
비유동자산	2,443	2,426	2,402	2,374	매출총이익률(%)	43.6	42.3	43.1	43.3
투자자산	56	57	58	59	판매비와 관리비	700	720	699	712
유형자산	2,104	2,087	2,064	2,040	영업이익	124	84	145	151
무형자산	205	201	198	194	영업이익률(%)	6.6	4.4	7.4	7.6
자산총계	3,401	3,370	3,376	3,385	EBITDA	243	216	275	280
유동부채	1,410	1,420	1,434	1,441	EBITDA M%	12.8	11.4	14.0	14.0
매입채무 및 기타채무	739	744	767	779	영업외손익	-63	-36	-40	-39
단기차입금	466	476	473	469	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	180	175	169	167	금융손익	-40	-38	-35	-30
비유동부채	699	691	679	673	기타영업외손익	-23	2	-5	-9
사채 및 장기차입금	444	434	414	404	세전이익	61	49	105	112
부채총계	2,109	2,111	2,113	2,114	법인세비용	23	18	38	42
지배기업소유자본	1,291	1,258	1,262	1,270	당기순이익	38	30	67	70
자본금	369	369	369	369	지배주주순이익	38	30	67	70
자본잉여금	709	709	709	709	지배주주순이익률(%)	2.0	1.6	3.4	3.5
이익잉여금	294	261	265	272	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-81	-81	-81	-81	기타포괄이익	-2	0	0	0
비지배자본	1	1	1	1	총포괄이익	37	30	67	70
자본총계	1,292	1,259	1,263	1,271	EPS 증가율(%, 지배)	-28.0	-21.8	122.3	5.4
총차입금	1,090	1,085	1,056	1,040	이자손익	-40	-39	-36	-31
순차입금	916	930	894	855	총외화관련손익	0	2	2	2

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	185	162	202	201	총발행주식수(천주)	70,134	70,134	70,134	70,134
영업에서 창출된 현금흐름	229	219	276	273	시가총액(십억원)	1,480	1,792	1,792	1,792
이자외의 수취	1	1	1	3	주가(원)	21,100	25,550	25,550	25,550
이자외의 지급	-40	-40	-37	-35	EPS(원)	538	421	937	987
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	19,195	18,735	18,789	18,894
법인세부담액	-5	-18	-38	-42	DPS(원)	900	900	900	900
투자활동 현금흐름	-86	-113	-104	-99	PER(X)	39.2	59.7	26.9	25.5
유동자산의 감소(증가)	-13	0	0	0	PBR(X)	1.1	1.3	1.3	1.3
투자자산의 감소(증가)	-1	0	-2	-1	EV/EBITDA(X)	10.0	12.6	9.7	9.4
유형자산 감소(증가)	-81	-108	-100	-97	ROE(%)	2.9	2.4	5.3	5.6
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-4	-3	ROA(%)	1.1	0.9	2.0	2.1
재무활동 현금흐름	-102	-68	-92	-79	ROIC(%)	3.8	2.3	4.1	4.2
사채 및 차입금증가(감소)	-32	-5	-29	-16	배당수익률(%)	4.3	3.6	3.6	3.6
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	163.3	167.7	167.3	166.4
배당금 지급	-70	-63	-63	-63	순차입금/자기자본(%)	70.9	73.9	70.8	67.3
외환환산으로 인한 현금변동	4	0	0	0	유동비율(%)	67.9	66.5	68.0	70.2
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	3.0	2.1	3.9	4.4
현금증감	0	-19	6	23	총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6
기초현금	158	159	139	146	매출채권 회전율	3.7	3.7	3.7	3.7
기말현금	159	139	146	169	재고자산 회전율	14.1	14.6	14.7	14.6
FCF	61	-28	72	71	매입채무 회전율	1.4	1.5	1.5	1.5

자료: 케이프투자증권

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

농심 (004370KS | Buy 유지 | TP 470,000원 유지)**국내외 악재는 모두 지나갔다**

2018년 매출액 6.6%, 영업이익 23.5% 전년대비 증가할 전망입니다. 상반기는 사드로 인해 중국 매출이 부진했던 기저 효과가 있어, 개선폭은 크게 나타날 것으로 예상합니다. 국내 라면시장에서도 주력 제품 판매 회복으로 58% 이상으로 점유율 수준을 회복 가능할 전망입니다. 투자의견 Buy와 목표주가 47만원 유지합니다.

2018년 영업이익 23.5% 증가 예상

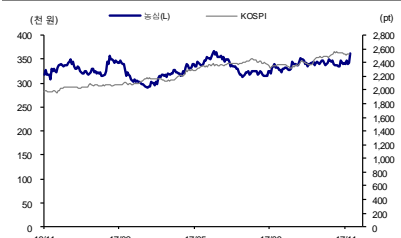
- 2018년은 연결기준 매출액 2조 4,167억원(6.6%YoY), 영업이익 1,386억원(23.5%YoY) 추정
- 국내 라면 시장에서 점유율 회복 및 상반기 중국 기저효과로 실적이 향상될 전망

국내외 실적 개선 전

- 국내 라면은 주력 브랜드의 판매 회복으로 점유율이 58% 이상 수준으로 상승할 것으로 예상됨
- 사드로 인해 매출 및 영업이익이 축소되었던 기저효과로 중국법인인 매출액 13.4%YoY증가, 영업이익은 흑자전환할 전망
- 스낵은 신제품 및 기존 제품 리뉴얼로 인해 3.5%의 완만한 성장세를 유지할 것으로 예상됨
- 가격인상에 따른 물량 저항 및 다량의 신제품 출시로 인해 2017년은 판촉비율이 전년대비 0.8%pt 상승한 28.4%로 추정되는데 2018년에는 판촉비율이 27.5%로 하락할 것으로 예상

투자의견 BUY와 목표주가 47만원 유지

- 국내 라면 시장의 성장성은 제한적이지만 수출을 통해서 지속 성장 가능함
- 2017년 말 또는 2018년에 경쟁사가 라면 가격을 인상할 경우 반사수혜를 입을 것으로 예상됨

Stock Data

주가(11/20)	362,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	2,202십억원		
52주 최고/최저가	367,000원/ 290,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.5	7.9	9.4
상대주가(%)	3.9	-2.3	-14.6

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	2,182	2,217	2,267	2,417	2,581
영업이익	(십억원)	118	90	112	139	168
영업이익률	(%)	5.4	4.0	5.0	5.7	6.5
순이익	(십억원)	117	199	99	126	150
EPS	(원)	19,291	32,764	16,271	20,658	24,645
증감률	(%)	80.5	69.8	-50.3	27.0	19.3
PER	(배)	22.8	10.1	21.1	16.6	13.9
PBR	(배)	1.6	1.1	1.1	1.0	1.0
ROE	(%)	7.3	11.6	5.4	6.5	7.3
EV/EBITDA	(배)	11.4	8.6	7.1	5.5	4.5
순차입금	(십억원)	-422	-523	-660	-816	-962
부채비율	(%)	46.9	37.7	36.0	34.9	33.6

농심 | 국내외 약재는 모두 지나갔다

표1. 농심 분기별 실적 전망													(단위:십억원, %)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016F	2017E	2018E
연결 매출액	568	527	548	574	555	536	572	604	595	576	607	639	2,217	2,267	2,417
yoy	5.2	-0.4	0.3	1.4	-2.2	1.7	4.4	5.2	7.1	7.5	6.1	5.8	1.6	2.3	6.6
중국	46	41	43	39	45	31	39	37	46	41	44	41	169	152	173
미국	52	48	49	56	56	53	57	62	60	57	61	66	204	226	244
중국 yoy	27.2	15.4	13.2	10.5	-3.9	-24.3	-8.2	-4.5	4.2	32.8	10.9	10.9	16.6	-10.1	13.4
미국 yoy	22.0	19.5	17.7	11.2	7.9	9.9	14.6	10.7	8.1	7.9	7.3	8.0	17.3	10.8	7.8
국내 매출액	514	479	499	525	498	495	528	548	530	518	549	573	2,017	2,070	2,170
라면	340	317	327	365	318	324	347	379	336	332	354	391	1,350	1,368	1,412
내수	305	283	299	332	284	294	312	344	297	298	314	350	1,219	1,234	1,258
수출	35	34	29	32	34	30	35	35	38	34	40	41	130	134	154
라면 yoy	4.2	-3.6	-5.0	-0.6	-6.3	2.2	5.8	3.9	5.4	2.4	2.1	3.0	-1.3	1.4	3.2
내수 yoy	3.0	-5.6	-5.3	-1.1	-6.8	3.9	4.3	2.5	4.5	1.2	0.6	1.7	-2.3	1.2	2.0
수출 yoy	16.8	16.5	-1.5	7.0	-2.3	-12.2	22.0	7.8	12.7	14.2	15.2	16.1	9.2	2.9	14.6
스낵	82	80	83	82	88	83	90	83	92	86	94	84	327	344	356
yoy	-11.8	-4.8	7.5	3.3	6.9	4.5	8.6	1.2	4.8	3.2	4.5	1.2	-2.0	5.3	3.5
음료	91	82	89	78	92	88	92	86	102	100	101	98	340	358	402
yoy	18.2	10.2	11.2	5.1	0.7	7.1	3.6	10.1	11.1	14.0	9.7	15.1	11.3	5.1	12.4
OP	32	12	23	22	32	18	31	30	35	32	35	36	90	112	139
yoy	17.1	-48.7	-39.2	-23.6	0.2	47.0	37.4	36.8	9.0	76.9	10.4	20.3	-24.2	25.1	23.5
OPM %	5.7	2.4	4.2	3.8	5.8	3.4	5.5	5.0	5.9	5.6	5.7	5.7	4.0	5.0	5.7

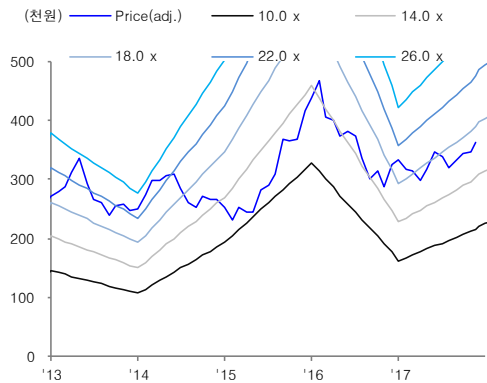
자료: 케이프투자증권

표2. PER Valuation	
2018년 순이익 (십억원)	126
2018년 EPS (원)	20,658
현재주가 (원)	362,000
현재주가 PER	16.6
적정주가 (원)	475,131
Target PER	23
목표주가 (원)	470,000
상승여력	29.8

자료: 케이프투자증권

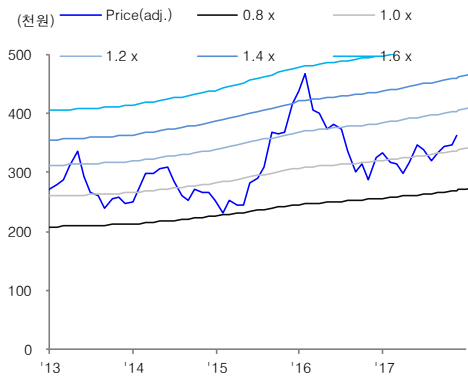
농심 | 국내외 악재는 모두 지나갔다

그림1. PER차트



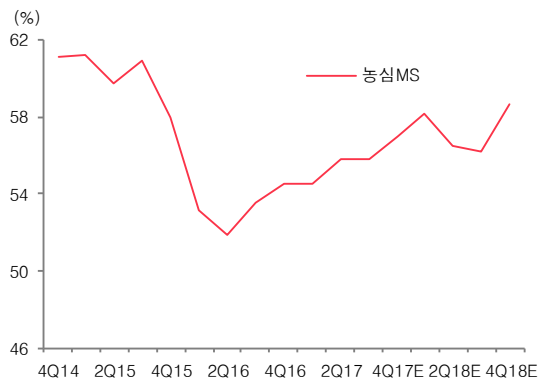
자료: 케이프투자증권

그림2. PBR 차트



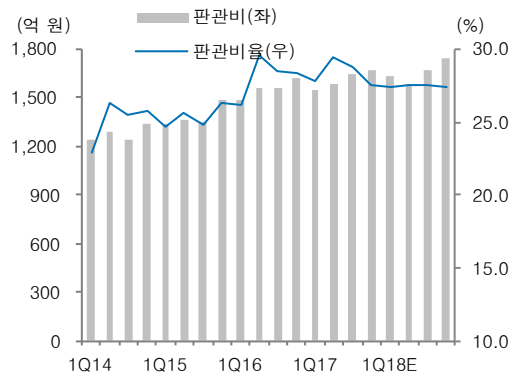
자료: 케이프투자증권

그림3. 라면 MS 추이



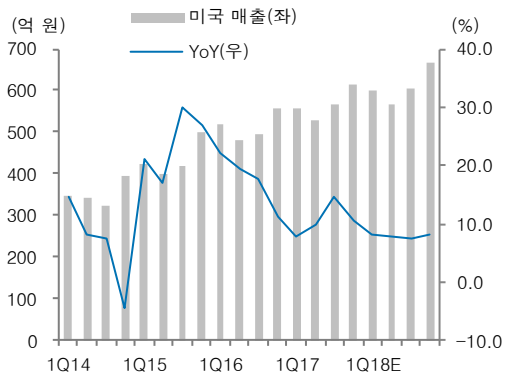
자료: 케이프투자증권

그림4. 판관비 추이 및 전망



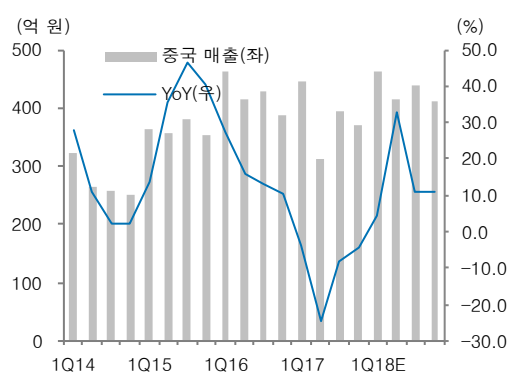
자료: 케이프투자증권

그림5. 미국 매출 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권

그림6. 중국 매출 추이 및 전망



자료: 케이프투자증권

농심 | 국내외 약재는 모두 지나갔다

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,057	1,193	1,354	1,505	매출액	2,217	2,267	2,417	2,581
현금및현금성자산	179	287	388	473	증가율(%)	1.6	2.3	6.6	6.8
매출채권 및 기타채권	239	247	264	282	매출원가	1,504	1,511	1,614	1,711
재고자산	169	175	186	199	매출총이익	713	756	803	870
비유동자산	1,424	1,362	1,318	1,309	매출총이익률(%)	32.2	33.3	33.2	33.7
투자자산	85	86	92	98	판매비와 관리비	624	644	664	702
유형자산	1,092	1,023	973	956	영업이익	90	112	139	168
무형자산	59	64	65	67	영업이익률(%)	4.0	5.0	5.7	6.5
자산총계	2,481	2,555	2,673	2,815	EBITDA	175	203	231	250
유동부채	549	553	570	585	EBITDA M%	7.9	9.0	9.6	9.7
매입채무 및 기타채무	279	285	304	325	영업외손익	144	18	20	19
단기차입금	40	30	15	0	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	2	0	-8	금융손익	8	5	6	7
비유동부채	130	124	122	122	기타영업외손익	136	13	14	12
사채 및 장기차입금	59	52	45	40	세전이익	233	130	158	187
부채총계	679	677	692	707	법인세비용	34	31	33	37
지배기업소유자본	1,790	1,866	1,968	2,095	당기순이익	199	99	126	150
자본금	30	30	30	30	지배주주순이익	199	99	126	150
자본잉여금	121	121	121	121	지배주주순이익률(%)	9.0	4.4	5.2	5.8
이익잉여금	1,721	1,797	1,900	2,026	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-83	-83	-83	-83	기타포괄이익	-22	0	0	0
비지배지분	13	12	12	12	총포괄이익	177	99	126	150
자본총계	1,802	1,878	1,981	2,107	EPS 증가율(%, 지배)	69.8	-50.3	27.0	19.3
총차입금	99	84	60	32	이자손익	7	12	15	18
순차입금	-523	-660	-816	-962	총외화관련손익	1	-1	-1	-1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	221	189	229	244	총발행주식수(천주)	6,083	6,083	6,083	6,083
영업에서 창출된 현금흐름	266	209	246	263	시가총액(십억원)	2,022	2,083	2,083	2,083
이자 수취	10	14	16	19	주가(원)	332,500	342,500	342,500	342,500
이자 지급	-3	-2	-1	-1	EPS(원)	32,764	16,271	20,658	24,645
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	307,539	320,007	336,862	357,704
법인세부담액	-52	-31	-33	-37	DPS(원)	4,000	4,000	4,000	4,000
투자활동 현금흐름	-135	-44	-80	-108	PER(X)	10.1	21.1	16.6	13.9
유동자산의 감소(증가)	-38	-15	-30	-33	PBR(X)	1.1	1.1	1.0	1.0
투자자산의 감소(증가)	-45	-2	-6	-6	EV/EBITDA(X)	8.6	7.1	5.5	4.5
유형자산 감소(증가)	-48	-20	-41	-64	ROE(%)	11.6	5.4	6.5	7.3
무형자산 감소(증가)	-3	-6	-2	-3	ROA(%)	8.1	3.9	4.8	5.5
재무활동 현금흐름	-77	-38	-47	-51	ROIC(%)	6.7	8.2	11.4	14.4
사채 및 차입금증가(감소)	-53	-15	-24	-28	배당수익률(%)	1.2	1.2	1.2	1.2
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	37.7	36.0	34.9	33.6
배당금 지급	-23	-23	-23	-23	순차입금/자기자본(%)	-29.0	-35.2	-41.2	-45.7
외환환산으로 인한 현금변동	1	0	0	0	유동비율(%)	192.4	215.9	237.5	257.3
연결법위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	26.9	61.3	96.1	182.2
현금증감	11	108	101	85	총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9
기초현금	169	179	287	388	매출채권 회전율	9.5	9.3	9.5	9.5
기말현금	179	287	388	473	재고자산 회전율	13.0	13.2	13.4	13.4
FCF	164	169	187	180	매입채무 회전율	3.9	5.4	5.5	5.4

자료: 케이프투자증권

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

동원F&B (049770KS | Buy 유지 | TP 300,000원 상향)**포트폴리오 다각화와 자회사를 통한 성장**

2018년 매출액 10.5%, 영업이익 30.0% 전년대비 증가할 전망입니다. 그 동안은 자회사가 외형을 갖추는데 집중했지만 2018년에는 수익성도 함께 상승할 것으로 예상합니다. 참치캔의 비중이 10%안팎까지 감소하며 참치어가 변동성에 대한 리스크도 줄어든 것입니다. 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 30만원으로 상향합니다.

2018년 영업이익 30.0% 증가 예상

- 2018년은 연결기준 매출액 2조 8,388억원(10.5%YoY), 영업이익 969억원(30.0%YoY) 추정
- 일반식품의 포트폴리오 다각화 및 자회사의 성장으로 전년도와 달리 수익성 상승이 두드러질 전망

자회사 가치가 부각될 전망

- 자회사 동원홈푸드는 그동안 M&A를 통해 외형을 갖추는데 집중하였는데, 2018년에는 이익도 39.3%YoY로 증가할 전망. 더반찬(2016년 7월 인수)은 596억원, 금천(2015년 11월 인수)은 1,394억원을 기록하며 전체 성장에 기여할 것으로 예상
- 동원홈푸드가 진행하는 조미 · 소스 사업은 향후 외식업체의 원부재료비 및 인건비 절감과 연결되어 고성장할 전망
- 동원F&B 별도(일반식품) 기준으로도 유가공, 냉동식품, 냉장햄 등으로 포트폴리오를 다각화하여 참치캔의 변동성에 따른 리스크가 감소됨. 참치캔의 매출 비중 10% 내외로 감소할 것으로 추정

투자의견 BUY유지, 목표주가 30만원으로 상향

- 원가부담 감소 및 이익 증가로 연간 실적 추정치 상향하며 목표주가도 30만원으로 상향 조정함
- 2017년 참치어가가 전년대비 평균 약 30% 상승하였던 기고효과가 2018년에는 발생할 것으로 예상. 환율도 우호적 흐름이어서 원가 부담이 2017년 대비 감소할 전망
- 자회사의 높은 성장성과 어가 변동성에 따른 리스크 감소로 이익 레벨이 확대될 전망

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	1,931	2,241	2,568	2,839	3,086
영업이익	(십억원)	77	73	74	97	107
영업이익률	(%)	4.0	3.3	2.9	3.4	3.5
순이익	(십억원)	57	54	51	63	70
EPS	(원)	14,731	13,901	13,077	16,337	18,186
증감률	(%)	-4.0	-5.6	-5.9	24.9	11.3
PER	(배)	26.7	14.2	16.8	13.5	12.1
PBR	(배)	2.9	1.4	1.4	1.3	1.2
ROE	(%)	11.4	9.9	8.7	10.0	10.3
EV/EBITDA	(배)	14.6	7.9	6.4	5.4	4.8
순차입금	(십억원)	148	123	112	86	50
부채비율	(%)	82.4	94.8	93.7	90.6	72.6

동원F&B | 포트폴리오 다각화와 자회사를 통한 성장

표1. 동원F&B 분기별 실적 전망													(단위:십억원, %)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016F	2017E	2018E
Sales	564	510	635	532	633	589	732	615	712	665	793	669	2,241	2,568	2,839
일반식품	396	324	429	323	425	348	460	348	443	390	480	382	1,473	1,581	1,695
조미유통	154	165	184	187	188	202	224	220	220	226	264	237	690	833	947
기타	14	21	22	22	20	39	48	46	49	49	49	51	79	154	197
매출액YoY	15.9	16.6	13.9	18.4	12.2	15.4	15.3	15.5	14.6	15.2	15.1	15.1	16.1	14.6	10.5
일반식품	8.3	5.8	1.2	3.6	7.3	7.4	7.2	7.7	4.3	12.1	4.3	9.6	4.6	7.4	7.2
조미유통	45.7	43.1	55.3	67.1	21.8	25.0	22.0	17.6	17.4	12.0	18.0	7.5	52.9	20.8	13.6
기타	-7.8	33.2	47.4	-14.2	47.3	83.6	117.0	111.2	139.3	25.6	1.6	9.4	10.7	94.3	28.3
OP	27.8	11.7	28.2	5.6	30.1	8.7	29.8	5.9	32.5	15.2	32.7	16.5	73.3	74.5	96.9
일반식품	21.7	3.9	20.8	-0.7	24.0	3.3	20.0	-3.0	23.2	5.3	21.9	4.8	45.7	44.3	55.2
조미유통	5.8	7.8	7.2	7.1	5.5	6.9	9.4	8.4	8.8	9.3	10.2	11.0	28.0	30.2	39.3
기타	0.2	0.6	0.3	0.0	-0.2	-0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	1.0	0.5	2.4
OP YoY	-0.4	-13.0	-21.1	-	8.4	-25.5	5.7	4.7	8.1	74.7	9.6	179.7	-4.9	1.7	30.0
일반식품	-5.6	-40.7	-31.0	-88.7	10.6	-16.0	-3.8	315.0	-3.3	61.3	9.2	-260.0	-14.3	-3.1	24.5
조미유통	22.6	18.9	38.9	9.7	-5.0	-11.9	30.1	17.8	60.7	34.5	8.5	31.0	21.6	7.9	30.2
기타	149.5	187.4	-37.3	-63.4	적전	적전	59.4	흑전	흑전	흑전	50.0	40.0	73.1	-49.7	359.7
OPM	4.9	2.3	4.4	1.1	4.8	1.5	4.1	1.0	4.6	2.3	4.1	2.5	3.3	2.9	3.4
일반식품	5.5	1.2	4.9	-0.2	5.7	0.9	4.4	-0.9	5.2	1.4	4.6	1.3	11.3	11.5	11.2
조미유통	3.7	4.8	3.9	3.8	2.9	3.4	4.2	3.8	4.0	4.1	3.9	4.6	16.2	15.4	14.1
기타	1.8	2.7	1.1	-0.2	-1.0	-0.4	0.8	1.1	1.0	1.2	1.2	1.4	5.5	2.7	-0.5

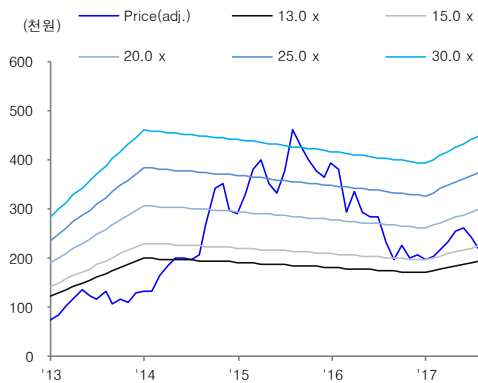
자료: 케이프투자증권

표2. PER Valuation	
2018년 순이익 (십억원)	63
2018년 EPS (원)	16,337
현재주가 (원)	228,000
현재주가 PER	13.5
적정주가 (원)	294,062
Target PER	18
목표주가 (원)	300,000
상승여력	31.6

자료: 케이프투자증권

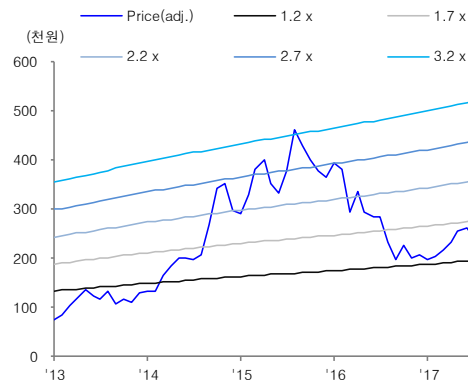
동원F&B | 포트폴리오 다각화와 자회사를 통한 성장

그림1. PER 밴드



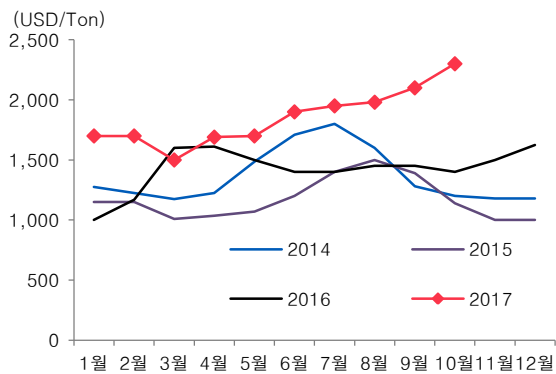
자료: 케이프투자증권

그림2. PBR 밴드



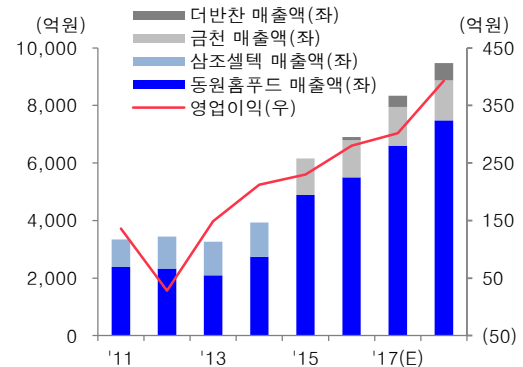
자료: 케이프투자증권

그림3. 참치어가 추이



자료: Thai Union, 케이프투자증권

그림4. 동원홈푸드 부분별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 케이프투자증권

동원F&B | 포트폴리오 다각화와 자회사를 통한 성장

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	576	643	719	700	매출액	2,241	2,568	2,839	3,086
현금및현금성자산	68	61	76	1	증가율(%)	16.1	14.6	10.5	8.7
매출채권 및 기타채권	207	237	262	285	매출원가	1,655	1,915	2,073	2,270
재고자산	288	330	365	397	매출총이익	586	653	766	816
비유동자산	517	523	530	536	매출총이익률(%)	26.1	25.4	27.0	26.4
투자자산	16	18	20	22	판매비와 관리비	513	578	669	708
유형자산	388	392	398	403	영업이익	73	74	97	107
무형자산	75	75	74	74	영업이익률(%)	3.3	2.9	3.4	3.5
자산총계	1,092	1,165	1,248	1,235	EBITDA	112	151	175	186
유동부채	452	492	528	459	EBITDA M%	5.0	5.9	6.2	6.0
매입채무 및 기타채무	289	332	367	398	영업외손익	-5	-11	-18	-20
단기차입금	33	31	29	33	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	112	110	111	4	금융손익	-5	-7	-11	-11
비유동부채	80	71	65	60	기타영업외손익	0	-5	-7	-9
사채 및 장기차입금	49	36	26	18	세전이익	68	63	79	88
부채총계	532	564	594	520	법인세비용	14	13	16	18
지배기업소유자본	560	601	655	715	당기순이익	54	51	63	70
자본금	19	19	19	19	지배주주순이익	54	50	63	70
자본잉여금	110	110	110	110	지배주주순이익률(%)	2.4	2.0	2.2	2.3
이익잉여금	446	487	540	601	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-15	-15	-15	-15	기타포괄이익	-6	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	48	51	63	70
자본총계	561	601	655	716	EPS 증가율(%, 지배)	-5.6	-5.9	24.9	11.3
총차입금	195	178	167	56	이자손익	-5	-5	-4	-3
순차입금	123	112	86	50	총외화관련손익	-1	-1	1	-1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	105	108	124	134	총발행주식수(천주)	3,859	3,859	3,859	3,859
영업에서 창출된 현금흐름	127	121	140	152	시가총액(십억원)	764	849	849	849
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	198,000	220,000	220,000	220,000
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	13,901	13,077	16,337	18,186
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	145,215	155,792	169,629	185,314
법인세부담액	-22	-13	-16	-18	DPS(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
투자활동 현금흐름	-54	-82	-83	-85	PER(X)	14.2	16.8	13.5	12.1
유동자산의 감소(증가)	-2	-1	0	0	PBR(X)	1.4	1.4	1.3	1.2
투자자산의 감소(증가)	-1	-2	-2	-2	EV/EBITDA(X)	7.9	6.4	5.4	4.8
유형자산 감소(증가)	-34	-80	-83	-83	ROE(%)	9.9	8.7	10.0	10.3
무형자산 감소(증가)	-23	0	0	0	ROA(%)	5.3	4.5	5.2	5.7
재무활동 현금흐름	-17	-33	-26	-124	ROIC(%)	8.6	9.2	11.3	12.0
사채 및 차입금증가(감소)	9	-17	-11	-111	배당수익률(%)	1.3	1.1	1.1	1.1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	94.8	93.7	90.6	72.6
배당금 지급	-10	-10	-10	-10	순차입금/자기자본(%)	21.9	18.6	13.1	6.9
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	127.4	130.5	136.0	152.2
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	11.9	12.3	17.3	29.7
현금증감	33	-7	15	-75	총자산회전율	2.2	2.3	2.4	2.5
기초현금	35	68	61	76	매출채권 회전율	12.2	11.6	11.4	11.3
기말현금	68	61	76	1	재고자산 회전율	8.2	8.3	8.2	8.1
FCF	65	28	41	51	매입채무 회전율	6.8	6.2	5.9	5.9

자료: 케이프투자증권

Analyst 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

신세계푸드 (031440KS | Buy 유지 | TP 180,000원 유지)**구조적으로 성장이 가능한 역량 확보**

2018년 매출액 13.5%, 영업이익 29.6% 증가할 전망입니다. 식품제조업은 PB의 캡티브 채널과 동반 성장 및 NB의 유통망 확대로 두 자리수의 높은 성장세를 이어갈 것으로 예상합니다. 외식업은 적자가 계속해서 축소되고 있습니다. 공급, 외식, 제조의 사업부 포트폴리오는 향후 시장 대응에 긍정적 시너지를 낼 전망입니다. 투자의견 Buy와 목표주가 18만원 유지합니다.

2018년 영업이익 29.6% 증가 예상

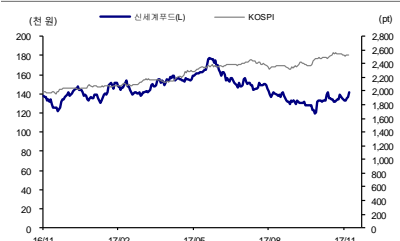
- 2018년은 연결기준 매출액 1조 3,981억원(13.5%YoY), 영업이익 419억원(29.6%YoY) 추정
- 식품제조업의 성장과 외식업의 적자 축소를 통해 영업이익이 전년 대비 확대될 전망

사업부별 시너지를 일으키며 동반 성장 가능

- 피코크와 노브랜드의 고성장 지속 및 올반의 유통채널 확대로 식품 제조 매출은 전년 대비 20.3% 성장할 전망. 식품제조업은 이마트24와 스타벅스 점포 수 증가 및 캡티브 유통채널의 성장에 따른 동반 수혜 가능
- 외식사업은 그동안 진행했던 공격적 구조조정으로 2018년 적자폭이 약 40억원 이하로 감소할 것으로 전망 (2016년 약 120억, 2017년 약 80억원으로 추정)
- 외식, 가공식품 제조, 식자재유통 사업은 서로 간의 시너지 효과가 발생하며 매출 확대에 기여하고 시장 변화에 빠르게 대응 가능할 전망. 식품제조업에서 만든 HMR이 외식 사업에 사용되고, 외식업이 가공식품의 홍보 역할 및 제품 개발의 아이디어 제공을 하고 있음. 식자재유통업을 통해 외식과 가공식품에 효율적인 원부자재 납품이 가능함

투자의견 BUY와 목표주가 18만원 유지

- 당사는 제조, 유통, 공급 사업을 모두 진행하고 있어, 구조적 시너지가 발생하며 시장 변화에 빠르게 대응 가능할 것으로 판단
- 최근 여러가지 이슈들이 있으나 영향은 제한적일 것으로 예상되며, 우려는 과도한 것으로 판단. 최저임금인상에 따른 부담감은 약 20~50억원이고 공정위 규제는 아직 구체적 내용이 없음

Stock Data

주가(11/20)	141,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	548십억원		
52주 최고/최저가	177,500원/ 119,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.8	-11.8	1.1
상대주가(%)	5.2	-20.2	-21.0

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
매출액	(십억원)	906	1,069	1,232	1,399	1,571
영업이익	(십억원)	9	21	32	42	54
영업이익률	(%)	1.0	2.0	2.6	3.0	3.4
순이익	(십억원)	7	14	22	33	40
EPS	(원)	1,727	3,690	5,724	8,580	10,283
증감률	(%)	0.0	113.7	55.1	49.9	19.9
PER	(배)	100.2	40.0	23.8	15.9	13.3
PBR	(배)	2.3	1.9	1.7	1.5	1.4
ROE	(%)	2.3	4.9	7.2	10.0	10.9
EV/EBITDA	(배)	21.0	12.6	8.4	7.1	5.7
순차입금	(십억원)	90	122	114	93	20
부채비율	(%)	75.3	87.1	88.9	87.6	91.3

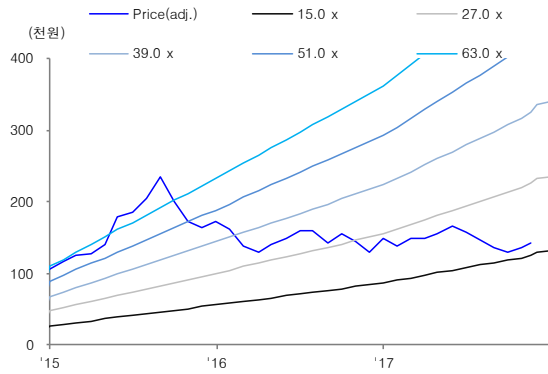
신세계푸드 | 구조적으로 성장이 가능한 역량 확보

표1. 신세계푸드 분기별 실적 전망													(단위:십억원, %)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	246	261	283	279	285	303	321	323	319	346	368	366	1,069	1,231	1,398
① 신세계푸드	238	253	275	274	279	296	315.4	314	308	333	355	356	1,039	1,204	1,353
식음사업	142	149	154	167	153	158	164	172	159	167	175	184	612	647	685
식품사업	93	100	118	104	122	134	147	138	145	162	175	167	414	540	650
기타	3.0	3.3	3.4	3.6	4	4	5	4.2	4.0	4.3	4.8	4.4	13	17	18
② 세린식품	4	3	2	3	4.1	4.4	4.8	5.0	4.6	4.8	5.0	5.1	12	18.3	19.5
③ 스무디킹코리아	4	5	6	3	4.4	5.8	5.8	3.0	4.5	5.9	6.0	3.2	18	19.1	19.6
④ 제이원					1.6	1.8	0.8	0.5	1.0	1.6	1.8	2.0		4.7	6.4
YoY	16.6	18.3	19.5	17.2	16.0	16.1	13.6	15.5	11.9	14.0	14.5	13.6	17.9	15.2	13.5
① 신세계푸드	16.6	18.1	19.4	15.4	17.2	17.3	14.6	14.7	10.7	12.5	12.5	13.4	15.3	15.9	12.3
식음사업	6.8	5.4	5.4	12.3	7.6	5.9	7.0	3.3	4.0	5.4	6.5	7.2	7.5	5.7	5.8
식품사업	19.4	26.3	30.4	21.9	31.7	33.9	19.7	32.8	19.2	21.2	19.5	21.3	24.7	30.6	20.3
기타	9.3	13.7	13.3	15.1	26.3	25.4	35.3	17.7	7.3	4.0	4.4	4.8	12.9	26.1	5.0
② 세린식품					4.4	46.4	137.6	70.3	11.5	8.1	4.2	2.0	208.3	53.7	6.2
③ 스무디킹코리아					3.8	6.5	6.0	16.3	1.2	1.3	2.9	6.7		7.1	2.6
④ 제이원									-39.1	-9.0	125.5	300.0			
영업이익		0.7	8.0	6.1	6.6	4.8	8.5	9.3	9.7	9.6	10.7	10.7	11.0	21.4	32.3
YoY		-85.7	56.4	862.5	-492.9	624.2	6.3	52.9	47.0	98.4	25.3	15.0	13.3	144.8	51.3
영업이익률		0.3%	3.1%	2.1%	2.4%	1.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	2.9%	3.0%	2.0%	2.6%

자료: 케이프투자증권

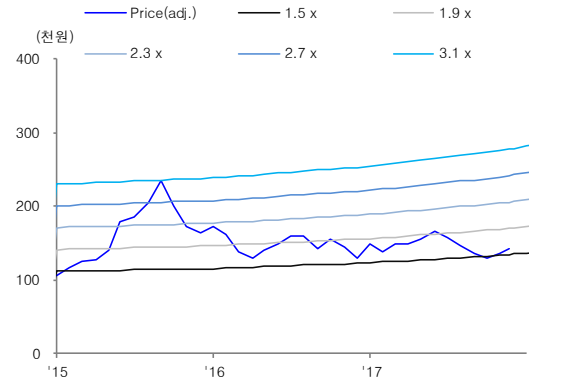
신세계푸드 | 구조적으로 성장이 가능한 역량 확보

그림1. PER차트



자료: 케이프투자증권

그림2. PBR 차트



자료: 케이프투자증권

표2. PER Valuation

2018년 순이익 (십억원)	33
2018년 EPS (원)	8,580
현재주가 (원)	141,500
현재주가 PER	15.9
적정주가 (원)	184,464
Target PER	22
목표주가 (원)	180,000
상승여력	27.2

자료: 케이프투자증권

표3. 최저임금인상으로 인한 인건비 상승분에 따른 영업이익 영향 (2018년 추정치 기준)

(단위: 십억원, %)

	기존 추정치	시나리오1: 인건비 20억 원 추가	시나리오2: 인건비 50억 원 추가	시나리오3: 인건비 80억 원 추가	시나리오4: 인건비 100억 원 추가
매출액	1,398	1,387	1,387	1,387	1,387
영업이익	42	40	40	37	32
영업이익률	3.0	3.2	2.9	2.6	2.3

자료: 케이프투자증권 * 총 4,600명 중 최저임금 지급 대상자는 1,800명으로 계산

신세계푸드 | 구조적으로 성장이 가능한 역량 확보

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E	(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E
유동자산	177	217	269	365	매출액	1,069	1,232	1,399	1,571
현금및현금성자산	2	16	42	110	증가율(%)	17.9	15.2	13.5	12.3
매출채권 및 기타채권	82	95	108	121	매출원가	928	1,063	1,203	1,349
재고자산	83	96	108	122	매출총이익	141	169	195	222
비유동자산	379	382	384	372	매출총이익률(%)	13.2	13.7	14.0	14.1
투자자산	0	0	0	0	판매비와 관리비	119	137	153	168
유형자산	256	262	268	257	영업이익	21	32	42	54
무형자산	71	70	67	66	영업이익률(%)	2.0	2.6	3.0	3.4
자산총계	556	599	653	737	EBITDA	55	77	87	97
유동부채	138	153	168	217	EBITDA M%	5.2	6.2	6.2	6.2
매입채무 및 기타채무	108	122	139	187	영업외손익	-3	-2	0	-2
단기차입금	23	24	24	25	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	1	2	2	2	금융손익	-2	-4	-1	0
비유동부채	121	129	137	135	기타영업외손익	-2	2	2	-2
사채 및 장기차입금	101	106	111	106	세전이익	18	31	42	52
부채총계	259	282	305	352	법인세비용	4	9	9	12
지배기업소유자본	297	317	348	385	당기순이익	14	22	33	40
자본금	19	19	19	19	지배주주순이익	14	22	33	40
자본잉여금	70	70	70	70	지배주주순이익률(%)	1.3	1.8	2.4	2.5
이익잉여금	210	229	260	298	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	-2	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	12	22	33	40
자본총계	297	317	348	385	EPS 증가율(%, 지배)	113.7	55.1	49.9	19.9
총차입금	125	132	136	132	이자손익	-2	-2	0	3
순차입금	122	114	93	20	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	21	56	71	106	총발행주식수(천주)	3,872	3,872	3,872	3,872
영업에서 창출된 현금흐름	22	67	80	115	시가총액(십억원)	571	517	517	517
이자외의 수취	1	1	2	6	주가(원)	147,500	133,500	133,500	133,500
이자외의 지급	0	-3	-3	-3	EPS(원)	3,690	5,724	8,580	10,283
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	76,746	81,871	89,851	99,534
법인세부담액	-1	-9	-9	-12	DPS(원)	600	600	600	600
투자활동 현금흐름	-42	-47	-47	-31	PER(X)	40.0	23.8	15.9	13.3
유동자산의 감소(증가)	9	0	0	0	PBR(X)	1.9	1.7	1.5	1.4
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	12.6	8.4	7.1	5.7
유형자산 감소(증가)	-48	-50	-50	-31	ROE(%)	4.9	7.2	10.0	10.9
무형자산 감소(증가)	-6	1	2	0	ROA(%)	2.7	3.8	5.3	5.7
재무활동 현금흐름	17	5	2	-6	ROIC(%)	4.6	5.9	8.0	10.3
사채 및 차입금증가(감소)	18	7	4	-4	배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	87.1	88.9	87.6	91.3
배당금 지급	-2	-2	-2	-2	순차입금/자기자본(%)	41.0	36.1	26.8	5.3
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	127.9	141.9	160.1	168.6
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	8.8	11.9	14.8	19.1
현금증감	-4	14	25	69	총자산회전율	2.0	2.1	2.2	2.3
기초현금	7	2	16	42	매출채권 회전율	14.2	13.9	13.8	13.7
기말현금	2	16	42	110	재고자산 회전율	16.4	13.8	13.7	13.6
FCF	-27	6	21	75	매입채무 회전율	9.7	9.3	9.3	8.3

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

CJ제일제당(097950)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2015-02-02	2016-02-02	2016-11-23	2017-01-25	2017-02-10	2017-03-05	
투자의견	Hold	1년경과	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	96,000원	-	550,000원	550,000원	550,000원	550,000원	
과리율(%)_평균	304.81	290.84	-33.23	-33.60	-33.70	-34.29	
과리율(%)_최고	377.60	323.44	-29.00	-29.00	-29.00	-29.00	
제시일자	2017-04-05	2017-05-12	2017-07-25	2017-07-25	2017-08-04	2017-09-20	
투자의견	Buy	Buy	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	
목표주가	550,000원	500,000원		500,000원	500,000원	500,000원	
과리율(%)_평균	-34.88	-26.56		-26.58	-27.52	-27.48	
과리율(%)_최고	-29.00	-22.60		-22.60	-22.60	-22.60	
제시일자	2017-11-08	2017-11-20					
투자의견	Buy	Buy					
목표주가	500,000원	550,000원					
과리율(%)_평균	-27.10						
과리율(%)_최고	-20.00						

KT&G(033780)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2015-02-02	2016-02-02	2016-11-23	2017-01-12	2017-01-20	2017-02-14	
투자의견	Hold	1년경과	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	96,000원	-	155,000원	155,000원	155,000원	155,000원	
과리율(%)_평균	4.35	22.84	-33.50	-33.87	-34.11	-34.13	
과리율(%)_최고	23.44	42.71	-31.61	-31.61	-31.61	-31.61	
제시일자	2017-03-05	2017-04-13	2017-04-28	2017-06-07	2017-06-09	2017-07-25	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경	
목표주가	155,000원	135,000원	135,000원	135,000원	135,000원		
과리율(%)_평균	-34.73	-23.64	-21.58	-21.27	-17.97		
과리율(%)_최고	-31.61	-21.48	-15.56	-15.19	-10.74		
제시일자	2017-07-25	2017-07-28	2017-09-20	2017-10-27	2017-11-08	2017-11-20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	153,000원	153,000원	153,000원	153,000원	153,000원	153,000원	
과리율(%)_평균	-22.88	-26.81	-28.22	-28.38	-27.95		
과리율(%)_최고	-22.88	-21.90	-21.90	-21.90	-21.90		

오리온(271560)

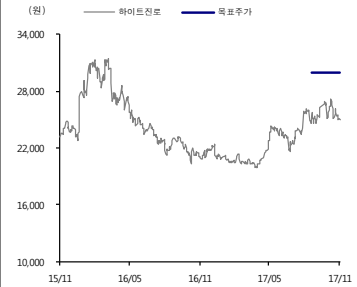
주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-11-20	2017-11-20					
투자의견	담당자 변경	Hold					
목표주가		125,000원					
과리율(%)_평균							
과리율(%)_최고							
제시일자							
투자의견							
목표주가							
과리율(%)_평균							
과리율(%)_최고							
제시일자							
투자의견							
목표주가							
과리율(%)_평균							
과리율(%)_최고							

하이트진로(000080)

주가 및 목표주가 추이

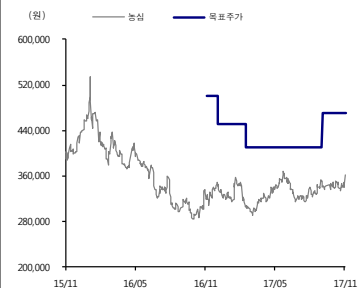
제시일자	2017-09-06	2017-09-20	2017-11-14	2017-11-20		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	30,000원	30,000원	30,000원	30,000원		
과리율(%)_평균	-16.35	-14.19	-14.37			
과리율(%)_최고	-14.00	-9.50	-9.50			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



농심(004370)

주가 및 목표주가 추이

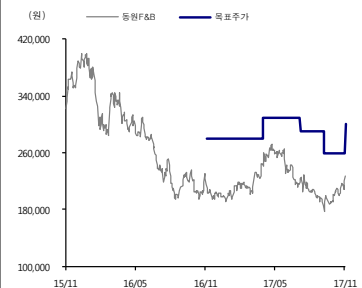
제시일자	2015-02-02	2016-02-02	2016-11-23	2016-12-21	2017-01-26	2017-03-05
투자의견	Hold	1년경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	96,000원	-	500,000원	450,000원	450,000원	410,000원
과리율(%)_평균	241.36	272.18	-33.61	-27.62	-26.67	-25.27
과리율(%)_최고	456.25	391.15	-30.20	-23.56	-20.67	-20.24
제시일자	2017-04-20	2017-05-16	2017-05-30	2017-07-25	2017-07-25	2017-08-14
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자 변경	Buy	Buy
목표주가	410,000원	410,000원	410,000원		410,000원	410,000원
과리율(%)_평균	-23.84	-22.69	-20.39		-20.57	-20.14
과리율(%)_최고	-17.32	-16.10	-10.49		-10.49	-10.49
제시일자	2017-09-20	2017-11-15	2017-11-20			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	470,000원	470,000원	470,000원			
과리율(%)_평균	-27.33	-27.29				
과리율(%)_최고	-25.43	-25.43				



동원F&B(049770)

주가 및 목표주가 추이

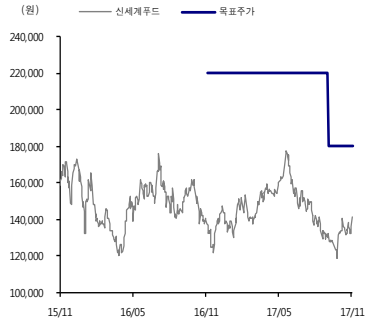
제시일자	2016-11-23	2017-01-16	2017-04-18	2017-05-04	2017-07-25	2017-07-25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경	Buy
목표주가	280,000원	280,000원	310,000원	310,000원		290,000원
과리율(%)_평균	-28.64	-25.08	-18.10	-20.62		-23.36
과리율(%)_최고	-25.54	-12.50	-15.97	-12.26		-22.24
제시일자	2017-08-01	2017-09-26	2017-10-31	2017-11-03	2017-11-20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	290,000원	260,000원	260,000원	260,000원	300,000원	
과리율(%)_평균	-29.08	-23.88	-23.63	-21.86		
과리율(%)_최고	-21.21	-19.23	-19.23	-15.38		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



신세계푸드(031440)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2015-01-12	2016-01-12	2016-11-23	2017-01-17	2017-04-19	2017-07-25
투자의견	NR	1년경과	Buy	Buy	Buy	담당자 변경
목표주가	76,000원	-	220,000원	220,000원	220,000원	
과리율(%)_평균	124.09	93.86	-38.23	-35.46	-32.50	
과리율(%)_최고	-	-	-32.95	-28.41	-19.32	
제시일자	2017-07-25	2017-09-20	2017-10-19	2017-10-26	2017-10-31	2017-11-20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	220,000원	180,000원	180,000원	180,000원	180,000원	180,000원
과리율(%)_평균	-33.30	-29.19	-28.23	-27.61	-26.75	
과리율(%)_최고	-19.32	-26.11	-23.06	-21.67	-21.67	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(%)_평균						
과리율(%)_최고						



Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(90.00%) · 매도(1.25%) · 중립(8.75%)	* 기준일 2017.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com



투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
이코노미스트(총괄)	김유겸	본부장	6923-7332	yukyum@capefn.com
투자전략	윤영교	책임연구원	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	책임연구원	6923-7334	antonio81@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
전략 RA	손정훈	전임연구원	6923-7343	jhssony@capefn.com
기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
운송/유틸리티/상사(총괄)	신민석	팀장	6923-7340	ms.shin94@capefn.com
제약/바이오	김형수	연구위원	6923-7342	knkhs@capefn.com
음식료	조미진	선임연구원	6923-7317	mj27@capefn.com
화장품	강수민	전임연구원	6923-7362	soomin913@capefn.com
RA	장 영	전임연구원	6923-7311	youngjang313@capefn.com
기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/인터넷/게임(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
건설/전자재	김기룡	선임연구원	6923-7321	kirykim@capefn.com
조선/기계	최진명	선임연구원	6923-7337	insightjm@capefn.com
RA	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
RA	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

본 조사항료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.