

2014. 5. 12
Industry Report

음식료

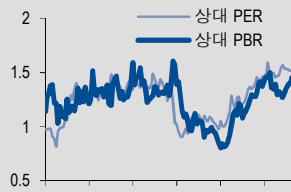
Neutral (하향)

Top Picks

CJ제일제당 Buy(유지) 390,000원 (상향)
농심 Buy(유지) 358,000원 (유지)

	PER(배)	PBR(배)
Market	10.1	1.1
Sector	18.2	1.6

Sector Index(음식료/담배)



업종 시가총액 29,262십억원
(Market 비중 2.2%)

주: KRX업종 분류 기준



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@wooriwm.com

음식의 제국, 불균형이 키운 양극화의 땅

글로벌 식품 산업은 불균형과 양극화 심화되며 변덕스럽고 얇은 시장으로 변화. 특히 공급 쇼크로 인한 애그플레이션 우려 속 주가 상승, 실적 기대치 상승, 밸류에이션 프리미엄 확대된 음식료 섹터 위험 관리 필요. 섹터 의견 Neutral로 하향

공급 애그플레이션 우려와 음식료 섹터의 위기

- 국제 농축산물 가격 상승이 심상치 않은 가운데 한국 음식료 섹터의 투자 매력 이 취약해질 수 있는 조건 형성. 국제 농산물 공급 쇼크가 촉발하는 애그플레이션 및 이에 대한 우려가 고개 들고 있다는 게 더욱 부담. 인구 증가와 수요 증가를 따라잡지 못하는 곡물 공급 부족 구조는 장기화될 것
- 각종 불균형으로 인해 지나치게 얇아진 교역 시장의 변덕과 식량자원의 정치 무기화, 또 애그플레이션 발생 시 한국 정부의 제품 가격 규제 강화 가능성도 부담

가공 식품 산업 불균형: 또 하나의 격전지

- 브랜드 가공식품도 상황이 녹록치 않음. 세계적으로 중국을 비롯한 이머징 마켓 성장을 미국과 유럽 기업들이 독식하는 불균형 심화
- 이미 글로벌화된 시장, 약해진 소비자 구매력이라는 조건 하에서 후발 주자로서 한국 음식료 기업들의 정체성 찾기는 장기간 저수익을 감내해야 하는 프로젝트. 해외 모멘텀을 과장하지 말아야 하는 이유

글로벌 기업들의 경험에 기반 투자전략

- 한국은 '07~'08년 역사상 최악의 애그플레이션을 왜곡하여 경험. 정부의 강력한 가격 규제 때문. 따라서 글로벌 업체들 경험 중요. 100개 글로벌 음식료 업체들의 과거 애그플레이션 케이스 스터디 결과, 1) 당시 주가를 움직인 건 밸류에이션보다는 실적 변화. 2) 수요 쇼크와 공급 쇼크의 경우 정반대의 주가 움직임. 3) 공급 쇼크로 인한 애그플레이션이 음식료 전반에 부정적 역할 한 점 발견
- 밸류에이션도, 실적 기대감도 공히 높아진 음식료 섹터 위험 관리 필요한 국면. Neutral로 의견 하향. 원자재 sourcing과 브랜드 제품 pricing power 강화 잠재력을 기준으로 종목 선정. CJ제일제당, 농심 선호

음식료 업종 Top picks

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자이전	목표주가 (12M)	현재가	영업이익률		PER		PBR		ROE	
					2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E	2013	2014E
CJ제일제당	(097950.KS)	Buy(유지)	390,000(상향)	319,000	3.2	4.7	31.8	20.1	1.4	1.6	4.0	7.2
농심	(004370.KS)	Buy(유지)	358,000(유지)	293,500	4.9	6.2	16.5	15.9	1.0	1.1	6.3	7.2

주: 5월 8일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

CONTENTS

I. 음식료 영토 재편의 키워드, ‘불균형’	3
II. 식량 수급 불균형과 애그플레이션 우려	4
1. 복잡해지는 식량 방정식	
2. 곡물 가격 상승, 장기적인 필연	
III. 가공 식품 산업 불균형: 또 하나의 격전지	18
1. 미국과 유럽이 먹여 살리는 세계	
2. 글로벌화의 포식자적 메커니즘 속 한국 음식료 산업	
3. 실적 개선에 더하여, B/S의 펀더멘털 개선을 매수하라	
IV. 방어책들	27
1. 글로벌 음식료 기업들의 교훈: 애그플레이션의 파고를 피하는 법	
2. ‘Sourcing’과 ‘Pricing’, 가장 강력한 무기	
3. 라이벌과의 공모: 뚜렷해지는 합종연횡 트렌드	
4. 투자전략	
V. 기업분석	45
CJ제일제당 [Buy, TP 390,000원]	
농심 [Buy, TP 358,000원]	
롯데제과 [Buy, TP 2,180,000원]	
오리온 [Buy, TP 980,000원]	
빙그레 [Hold, TP 100,000원]	
롯데칠성 [Hold, TP 1,700,000원]	
KT&G [Hold, TP 86,000원]	
하이트진로 [Hold, TP 25,000원]	

I. 음식료 영토 재편의 키워드, ‘불균형’

글로벌 음식료 산업의 키워드, 불균형

1:200. 북아메리카와 아시아 각각의 농산물 재배지 1,000 헥타르당 농업노동자 숫자이다. 글로벌 곡물 생산량의 단 16%만이 시장을 통해 거래되고, 그마저도 80%는 5대 곡물 메이저 차지인 것은 이미 알려질 대로 알려진 사실이다. 이처럼 ‘불균형’은 글로벌 식품 산업 전반, 곡물 재배에서 각종 기호품의 소비까지, 밸류 체인의 스펙트럼 전체를 아우르는 키워드가 되었다.

불균형 심화의 명백한 결과=양극화

18:6. 세계 상위 50대 식품 제조업체 중 미국과, 10위 이하 모든 기타 국가에 속한 기업 숫자이다. 불균형 심화의 가장 명백한 결과 하나가 ‘양극화’다. 이렇게 ‘불균형’이 키운 양극화의 땅에서 한국 음식료 산업(그리고 거기에 투자하는 사람들)의 자리는 충분히 안전한가?

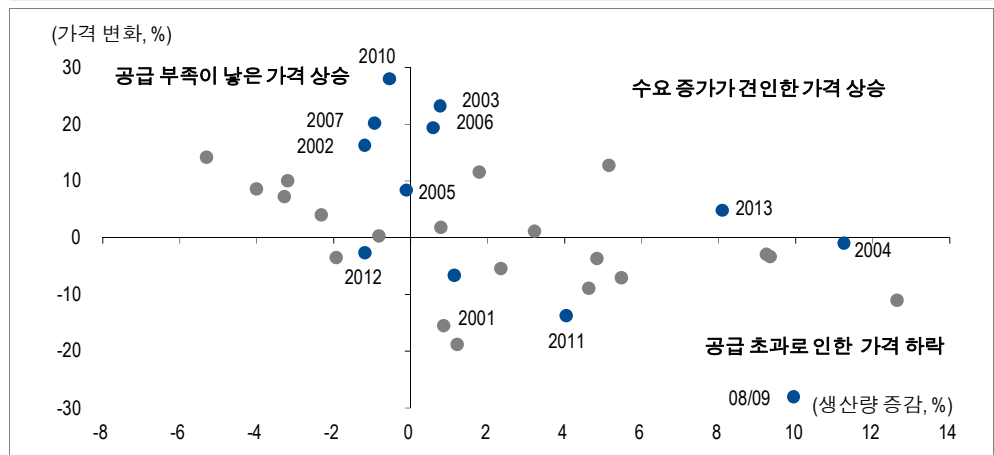
그 속에서 탄생한 공급발 애그플레이션 우려, 그리고 한국 음식료 섹터

국제 농축산물 가격의 급등으로 공급발 애그플레이션 우려가 다시 고개를 들고 있고, 두 가지 점에서 한국 음식료 섹터의 투자 매력은 취약해질 수 있다. 우선 작년 하반기부터 원가는 안정된 가운데 pricing power를 강화하면서 좋은 투자처로 부상했던 기업들의 밸류에이션이 싸지 않기 때문에 외부 충격 요인에 의한 주가 하락 위험이 상대적으로 커졌다. 더 큰 걱정은 주요 곡물을 비롯한 주요 원자재 가격의 상승 흐름이 장기화될 경우, (경제적이 아닌 ‘정치적’ 맥락에서의) MB 정부의 생필품 물가 관리 방식이 재현될 수도 있다는 점이다.

‘불균형’의 부작용을 피해 위험 관리가 필요한 때

당사 리서치센터는 2013년 11월 이후 음식료 섹터에 대해 Positive 투자 의견을 유지해 왔다. 그러나 ‘불균형’의 부작용이 심화될 수 있는 상황에서 당분간 위험 관리가 필요할 때라고 판단되어 섹터 의견을 Neutral로 하향하고, 이익과 밸류에이션 안정성이 뛰어난 종목에 선택적으로 집중하기를 권한다.

공급 충격에 점점 취약해지고 있는 국제 곡물 가격



주: 곡물 생산량은 쌀, 밀, 옥수수, 대두의 합을 사용. 가격 변화는 CRB grain index 사용
자료: USDA, Foreign Agricultural Service, Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

II. 식량 수급 불균형과 애그플레이션 우려

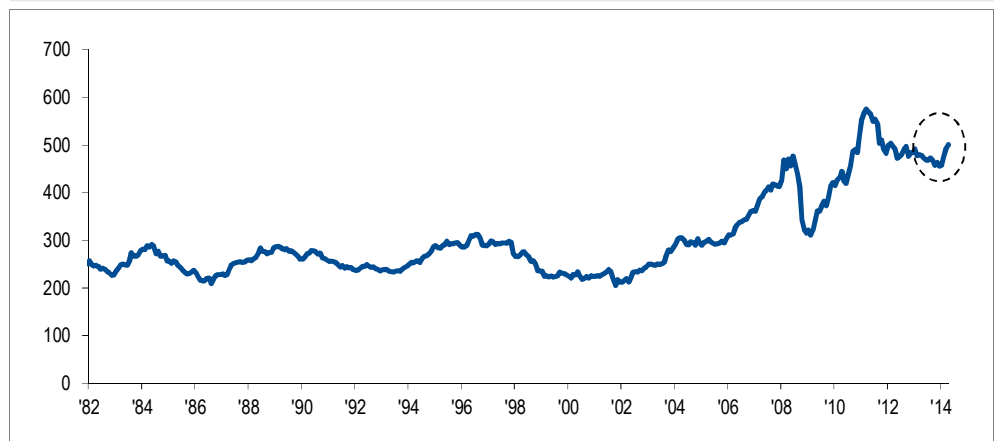
1. 복잡해지는 식량 방정식

1) 다시 드리워진 애그플레이션의 그림자

이상기후와 전염병으로
농축산물 공급 차질
우려 빚으며 가격 급등

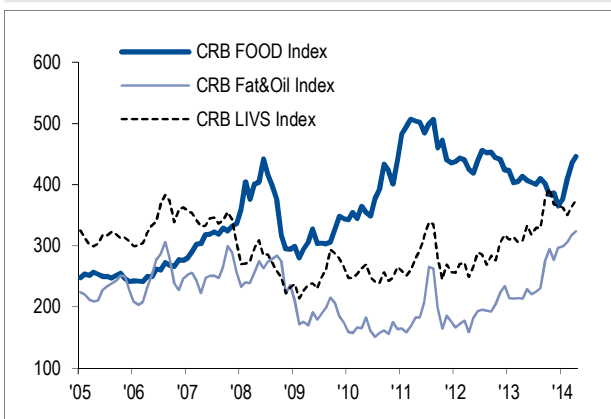
2008년 아프리카, 아시아, 남미의 30여개 개발도상국들을 식량 폭동으로 떠들썩하게 만들었던 공급궤 애그플레이션 우려가 다시 회자되고 있다. 2014년 들어 커피, 밀, 돼지고기 등 주요 농축산물 원자재 가격이 급등세다. CRB grain index는 연초 대비 약 10%나 올랐고, CRB Fat&Oil index와 CRB Livestock index는 각각 38%, 18% 치솟았다. 같은 기간 동안 밀, 옥수수, 대두 등 주요 농작물의 선물 가격도 각각 21%, 14%, 18% 상승했다. 2013년 국제 곡물 가격이 빠르게 진정되었던 것과 대조적이다. 전문가들이 지적하는 배경은 이상기후와 전염병, 그리고 그 외. 미국과 브라질을 합치면 세계 농산물 무역의 약 1/6을 차지하는 것으로 알려져 있는데, 브라질은 10년만에 가장 심한 가뭄으로 커피, 설탕, 감귤류 과일 등의 작물 수확을 위협받고 있고, 미국 농부들은 여전히 건조한 기후와 싸우고 있다. 동유럽의 긴장상태도 여전히 문제다.

연초 대비 10% 상승한 CRB grain index



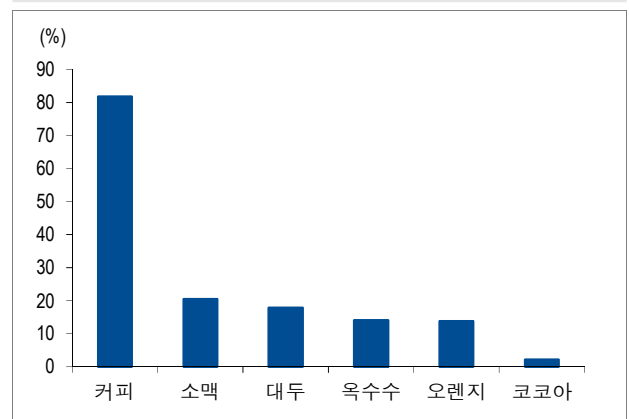
자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

Food index, Fat& Oil index, Livestock index



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

옥수수, 소맥, 대두, 커피, 코코아 가격 연초 대비 상승률



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

2013년의 곡물 가격 안정기 마무리, 다시 변동성 커지는 국면

주요 식량 가격의 상승세가 꺾이지 않는 가운데, 다시 중요한 시즌이 다가왔다. 2014년 4월을 기점으로 2013/14 시즌 주요 곡물에 대한 수급 전망이 마무리되고, 곡물 시장은 이제 2014/15 시즌의 수급에 관심을 집중하고 있다. 특히 미국의 옥수수 및 대두 파종 시기가 맞물려 있어, 파종 예상 면적과 파종의 진척 여부가 초미의 관심사로 대두했다. 작년에는 이 지역의 파종 지연과 이상 기온에 대한 우려로 상반기에 곡물 가격이 많이 올랐다가, 생육에서 추수기 동안 좋은 날씨가 계속되면서 가격이 반락하였고, 이런 트렌드는 올해 초까지 이어졌다. 그러나 한국농촌경제연구원에 따르면 올해 1) 북반구 한파 지속에 따른 파종 지연, 2) 전 지구적으로 건조한 기후, 3) 하반기 엘니뇨 현상 발생 가능성, 4) 국제 금융 시장 (혹은 달러 가치) 변화가 상품 선물 시장에 미칠 파급 효과 때문에 곡물 가격의 변동성이 높아질 수 있다.

불균형 심화로 인한 장기적 가격 변동성 확대를 우려

당사 리서치센터는 2014년 주요 경작지의 작황 우려와 동유럽 사태 등을 근거로 단기적인 곡물 가격 상승을 예상함과 동시에, 보다 장기적인 관점에서 글로벌 식량 산업 내 불균형 심화로 인한 가격 변동성 확대가 이 산업 참여자들에게 가장 핵심적인 도전이 될 것으로 전망한다. 특히 한국의 경우 세계 4위 곡물 수입국으로 글로벌 기초 식량 가격의 변동성에 매우 취약한 상태에 처해 있다. 비교적 최근, 유례없이 큰 폭의 가격 폭동이 시작된 2007년 이후의 글로벌 식량 위기들은 제각기 다른 펀더멘털 요인(수요 충격인지 공급 충격인지) 외에도 기후 조건이나, 주요국의 수출 금지 조치 등 다양한 원인들이 혼재된 결과였다.

2007년 이후 글로벌 식량 위기 특징

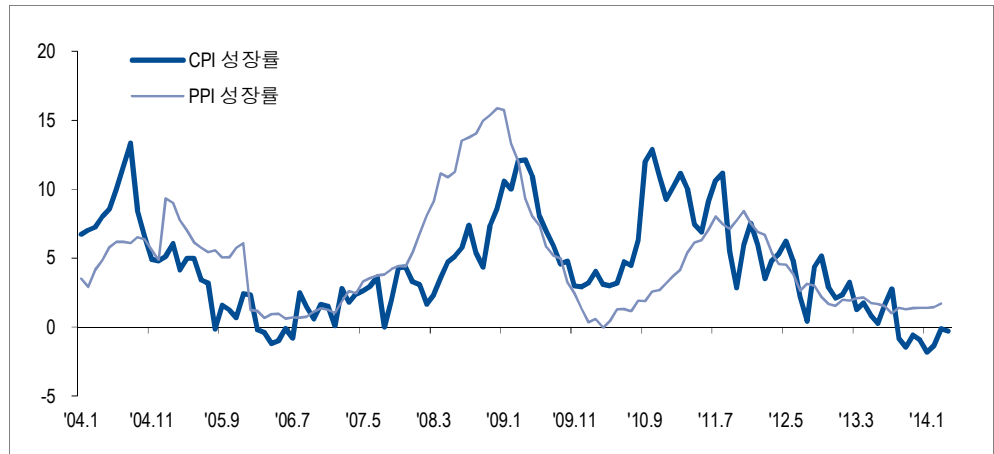
시 기	내 용
2007~2008 년	- 2000년대 중반 이후 폭발적으로 증가하는 곡물 수요를 공급이 따라가지 못하면서 쌀 등 곡물 재고율 하락 - 이집트, 인도네시아, 아이티 등 60여 개국에서 식량 가격 급등에 항의하는 시위가 발생
2010~2011 년	- 2010년 여름 엘니뇨로 인한 가뭄 피해가 심각해지자 러시아가 곡물수출을 금지 - 러시아에 대한 밀 수입의존도가 높은 중동 및 북아프리카(MENA) 국가들의 사회적 불안이 심화
2012 년	- 미국 중서부 가뭄으로 인해 옥수수 생산 감소 우려 고조 - 전세계 1위 곡물 생산국 미국에서 피해 발생, 곡물 가격 간 동조화 현상 심화

자료: 삼성경제연구소 정리

곡물 수급 불균형의 원인들 여전히 미해결

이 중 어느 하나 해결된 이슈는 없다. 2014년 이후의 곡물 가격 불안이 특히 걱정되는 대목이다. 주지하다시피 수입 곡물 가격은 국내 식품 물가에 약 4~7개월의 시차를 두고 반영되며, 따라서 올해 하반기 이후에 다시 한 번 음식료 업체들의 대대적인 가격 인상이 불가피할 지도 모른다. 하지만 최근 기업들 실적과 소비재 시장 환경에서 목격되는 한국 소비자들의 구매력이 그러한 가격 압력을 잘 흡수해 줄 수 있을지는 미지수다.

한국의 음식료 CPI vs PPI



자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

2) 불균형과 양극화의 고리

2000년대 들어 급격히 낮아진 곡물 재고율

세계 식량의 기본이 되는 국제 곡물의 교역 시장은 최근 몇 년 동안 매우 빠르게 피로감을 쌓아왔다. 기본적으로는 과거 몇 십년 전에 비해 수요와 공급의 균형이 확실히 깨졌다. 미국 농무부(USDA)에 따르면 소비량의 급격한 증가로 평균 19%를 기록했던 1970년대 세계 곡물 재고율은 1990년대에 들어서면서 생산량-소비량 간 균형을 이룬 가운데 약 28%까지 높아졌다. 그러나 2000년대 들어서는 소비량 증가를 공급량 증가가 따라잡지 못하면서 글로벌 곡물 재고율은 다시 22%로 급격히 낮아졌다.

연대별 세계 곡물 수급 동향: 낮아진 곡물 재고율

(단위: 백만톤)

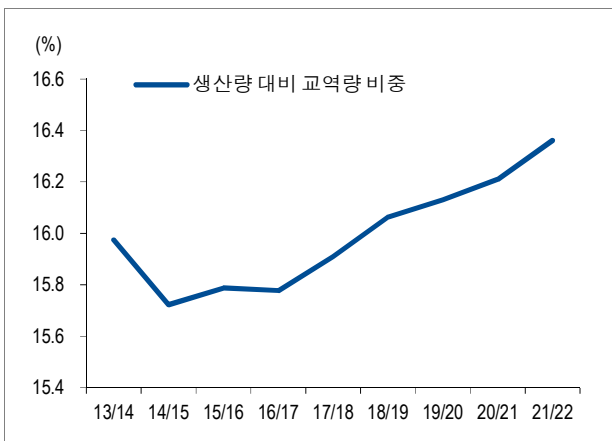
	1970년대	1980년대	1990년대	2000년대
생산량	1,317	1,665	1,931	2,219
공급량	1,555	2,104	2,450	2,711
소비량	1,306	1,653	1,915	2,226
재고량	249	451	535	485
재고율(%)	19.1	27.3	27.9	21.8

주: 소비량=공급량-재고량, 재고율=재고량/소비량 자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

글로벌 곡물 생산량 중 교역량은 16%에 불과

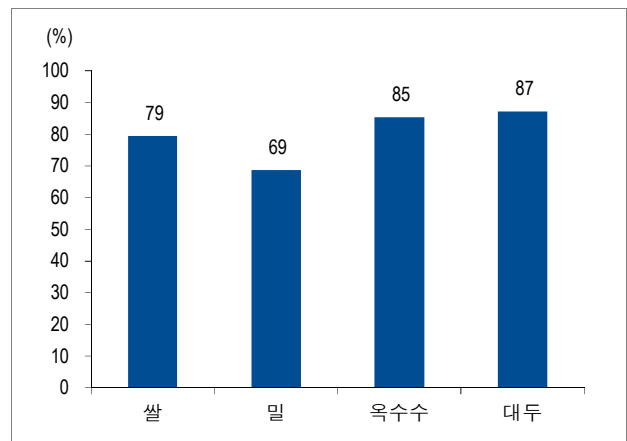
이렇게 장기간에 걸쳐 악화된 수급이라는 조건 하에, 교역량 극히 적고 양극화된 생산-수출 지역 분포라는 상품 자체의 특징도 더욱 심화됐다. 밀, 옥수수, 대두 세 가지 곡물 기준으로 2013년 현재 글로벌 생산량 19억톤 중 약 16%에 해당하는 3억톤만이 국제 곡물 시장을 통해 거래된다. 또 이 거래량의 약 80% 정도는 5대 곡물 메이저(카길, ADM, 루이드레퓔스, 병기, 앙드레)가 취급하고, 그 가운데 40%를 비상장 업체인 카길이 장악하고 있다. 또 지역적인 양극화도 심하다. 옥수수와 대두의 경우 수출국 상위 5개 국가가 전세계 교역량에서 차지하는 비중이 각각 85%, 87%로 압도적이다. 이외의 국가들 대부분이 이들 곡물을 가장 기초적인 원재료로 필요, 수입하는 국가임을 감안하면 이 시장의 지역적 치우침은 매우 심한 편이다.

주요 곡물 교역량 비중, 단기적으로 하락했다가 상승 전망



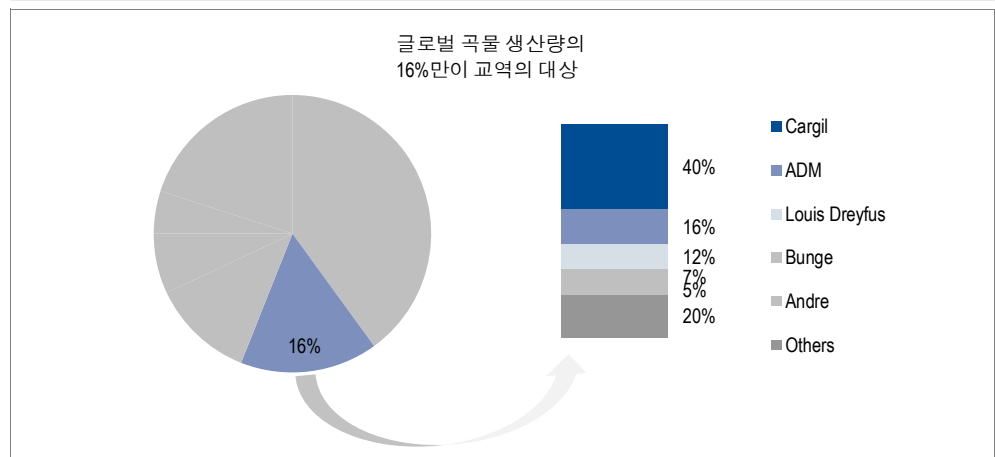
자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

주요 곡물의 Top 5 수출국의 기여도



자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

글로벌 교역의 대부분을 지배하는 곡물 메이저들



자료: 우리투자증권 리서치센터

공급 부족의 장기화 이미 예견

아래에서 OECD 식량자원기구나 미국 식량농업정책 조사연구소(FAPRI)의 세계 곡물 수급 및 교역량 전망에 따르면 옥수수를 제외하고는 향후 8~9년 간 각 곡물의 전세계 소비량 증가율이 생산량 증가율을 웃돌 것으로 보인다. 이와 같은 공급 부족의 장기화는 이미 예측된 일이다

세계 곡물 수급 및 교역량 전망, 2014~2022

(단위: 백만톤, %)

		13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	22 vs 13	CAGR
밀	생산량	697	712	717	724	732	740	754	765	775	785	12.5	1.3
	소비량	692	701	712	724	733	743	754	763	773	782	13.0	1.4
	수출량	135	138	141	141	143	144	146	147	149	150	11.4	1.2
잡곡	생산량	1,249	1,233	1,234	1,260	1,490	1,313	1,338	1,359	1,382	1,407	12.6	1.3
	소비량	1,204	1,232	1,247	1,268	1,290	1,314	1,338	1,361	1,384	1,408	17.0	1.8
	수출량	130	134	136	140	143	147	150	154	156	160	23.2	2.3
유지류	생산량	408	414	427	436	444	453	461	471	481	491	20.2	2.1
	소비량	406	416	427	436	445	453	462	471	481	490	20.5	2.1
	수출량	119	120	124	126	128	130	131	134	137	140	18.2	1.9

자료: OECD-FAO Agricultural outlook 2013, 우리투자증권 리서치센터

세계 곡물 수급 및 교역량 전망, 2014~2022

(단위: 백만톤, %)

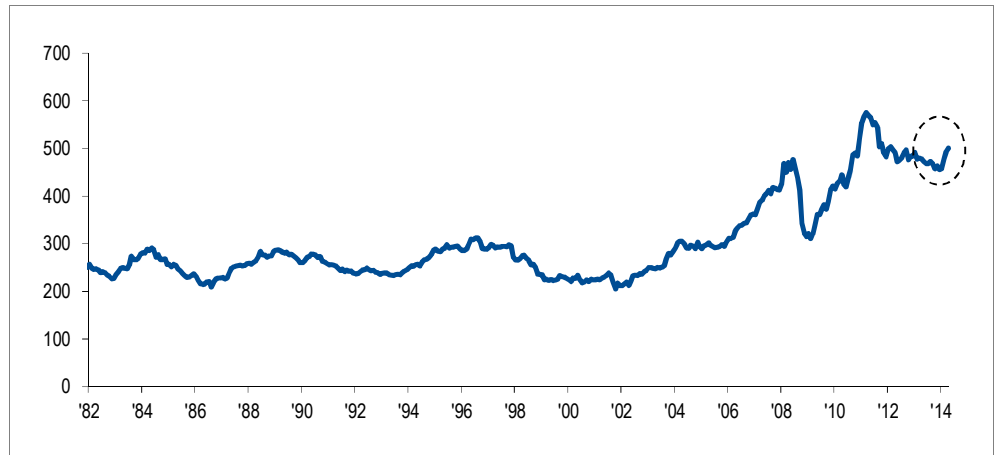
		13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	22 vs 13	CAGR
밀	생산량	699	705	713	722	730	735	744	751	758	8.5	1.0	699
	소비량	692	697	706	714	722	728	736	744	751	8.6	1.0	692
	수출량	111	112	114	114	116	117	118	120	121	8.8	1.1	111
잡곡	생산량	888	929	938	960	968	985	999	1,014	1,024	15.4	1.8	888
	소비량	892	919	934	952	965	980	994	1,009	1,022	14.6	1.7	892
	수출량	86	87	88	91	94	98	101	103	107	23.3	2.7	86
유지류	생산량	272	274	280	284	289	293	298	303	307	13.1	1.5	272
	소비량	271	274	279	284	289	293	298	303	307	13.1	1.5	271
	수출량	99	101	103	105	107	109	111	113	114	15.3	1.8	99

자료: FAPRI-ISU 2012 World Agricultural Outlook, 우리투자증권 리서치센터

본질적으로 얇은 시장, 2006년 이후 변동성 극대화

이렇게 본질적으로 ‘얇고’ ‘tight’한 성격의 시장에, ‘펀더멘털 이외의’ 변수들(변덕스러운 날씨, 전염병 확산, 투기 세력의 빠른 움직임 등)이 덧붙여지면서 변동성은 더 커졌다. 그래서 80년대 초반~2006년 상반기까지 국제 곡물가격은 안정된 가운데 등락을 반복했으나, 2006년 하반기 이후 변동성 커지면서 급상승하게 된다.

1980년대 이후의 국제 곡물 가격: 최근 들어 변동성 심화(CRB grain index)



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

농업의 양극화도 글로벌 식량 불균형을 심화시키는 요인

농업의 ‘양극화’도 빼놓을 수 없다. 농업 관련 일자리는 상대적으로 세계 각지에서 줄어든 반면, 농업에 종사하는 노동자 수는 1999년 이후 동남아시아, 서남아시아, 북아프리카, 그리고 특히 남아시아와 사하라 이남 아프리카에서 절대적으로 증가하고 있다. 이러한 변화는 다국적 식품산업과 긴밀하게 연결된 자본, 기술 집약적 농업과, 여성이 많이 종사하는 극히 생산성이 낮은 생계형 농업의 양극화를 바탕으로 전개되고 있다.

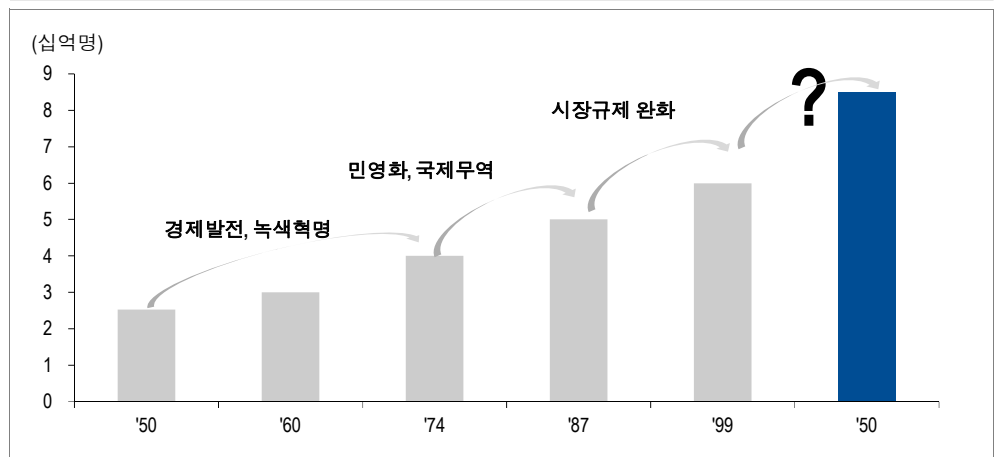
2. 곡물 가격 상승, 장기적인 필연

1) 문제는 수요보다 공급 충격: 2014년 이후

**2050년까지 식량 생산
70% 증가해야 지구를
먹여살린다**

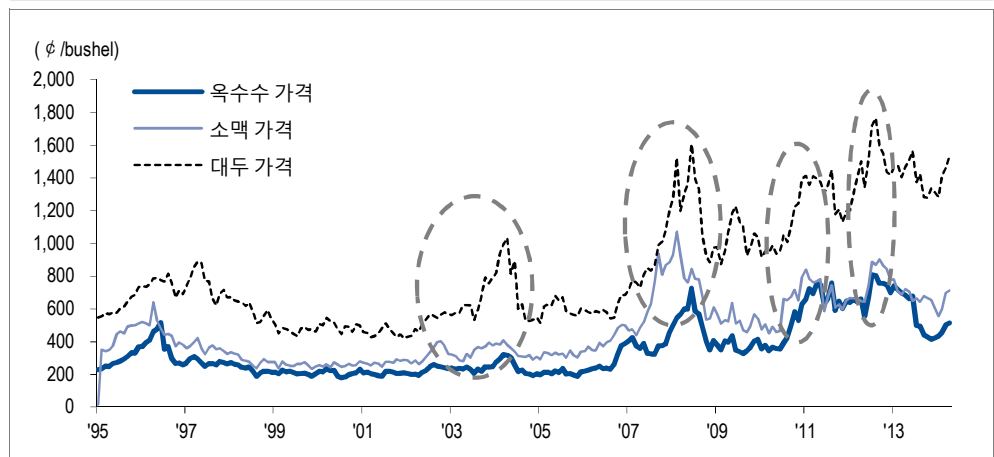
1950년부터 2000년 사이에 140%나 늘어난 인구를 먹여 살리기 위한 해법은 시대마다 달랐다. 1970년대에는 경제 발전과 녹색혁명, 1980년대에는 민영화와 국제무역, 1990~2000년대에는 시장 규제 완화가 그 답이었다면, 오늘날에는 식량 생산에 대한 투자, 바이오테크놀로지 개발, 식습관 개선 등에 초점이 맞춰져 있다. 하지만 유엔식량농업기구(FAO)에 따르면 2050년까지 세계 인구가 25억 명이나 추가로 늘어날 것이며, 이들의 칼로리 요구를 충족하기 위해서는 세계 식량 생산을 지금보다 약 70% 더 증대시켜야 한다.

지난 50년간 급증하는 세계 인구를 먹여 살린 것들



자료: 우리투자증권 리서치센터

갈수록 찾아지고 심해지는 곡물 가격 급등



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

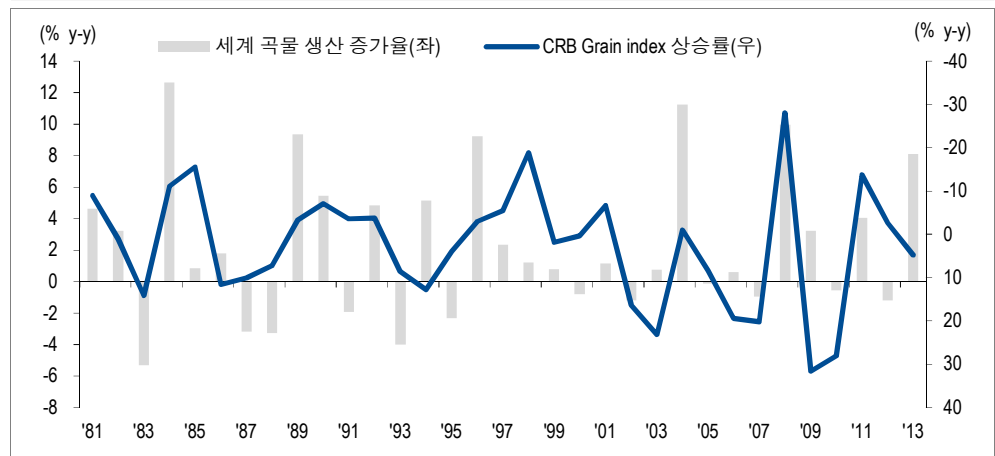
곡물 가격 급등락은 대부분 2000년대에, ‘공급’충격 때문에 발생

세계 곡물 생산 증가율과 가격 변동을 비교해 보면, 2000년대 후반 들면서 가격 변동 폭이 훨씬 크게 나타나고 있다. 2000년대 들어서의 곡물 가격 급등 사례는 대부분 공급량이 아주 조금 변했을 때 발생했다. 역사적으로 곡물 가격이 아주 많이 하락했거나 상승했던 경우의 대부분은 2000년대에 집중되어 있고, 그 대부분은 가격 상승으로 나타났고, 수요와 공급 중에 더 중요했던 요인은 ‘공급’ 측면이었다.

약간의 공급 차질도 가격 급등시킬 수 있는 민감한 시장

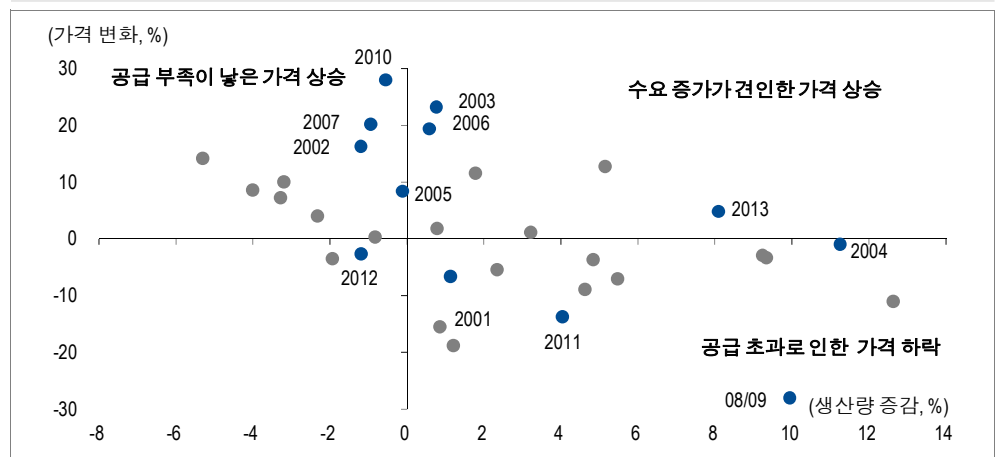
결과적으로 국제 곡물 시장은 점점 ‘공급발 충격’에 민감한 시장이 되었기 때문에, 약간의 공급 전망 변화도 가격에 과거보다 더 큰 영향을 미칠 수 있다. 2000년대 후반의 곡물 가격 상승은 대부분의 경우 두 자릿수 이상의 급격한 것이었다는 점으로 미뤄 짐작컨대, 올해에도 약간의 공급 부족이 큰 폭의 곡물 가격 상승을 이끌기에 충분해 보인다.

최근 들어 곡물 가격의 변동성은 생산 증감률보다 월등히 높게 나타나고 있어



주: 쌀, 밀, 옥수수, 대두 생산량을 합친 값
자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

곡물 생산량과 가격: 공급 충격이 훨씬 커지고 있다



주: 곡물 생산량은 쌀, 밀, 옥수수, 대두의 합을 사용. 가격 변화는 CRB grain index 사용
자료: USDA, Foreign Agricultural Service, Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

2) 역부족의 환경들: 경작지, 생산성, 그리고 기후 조건

글로벌 곡물 공급 안정을 위한 타개책이 부족

결국 글로벌 곡물 시장의 미래에는 공급이 핵심이 된다. 바꿔 말하면 공급을 안정시키지 못하면 가격 변동성은 계속 커질 수밖에 없다. 곡물 수요 전망은 인구 증가(특히 개도국 인구), 바이오 에너지 생산 계획, 정상적인 날씨 조건 등을 기본 가정으로 산출되어 크게 변하지 않을 가능성이 크다. 결국 2050년까지 늘어날 25억명을 더 먹여 살릴 70%의 식량 증가가 담보되지 않는다면, 장기적인 곡물 가격 상승은 불가피하다.

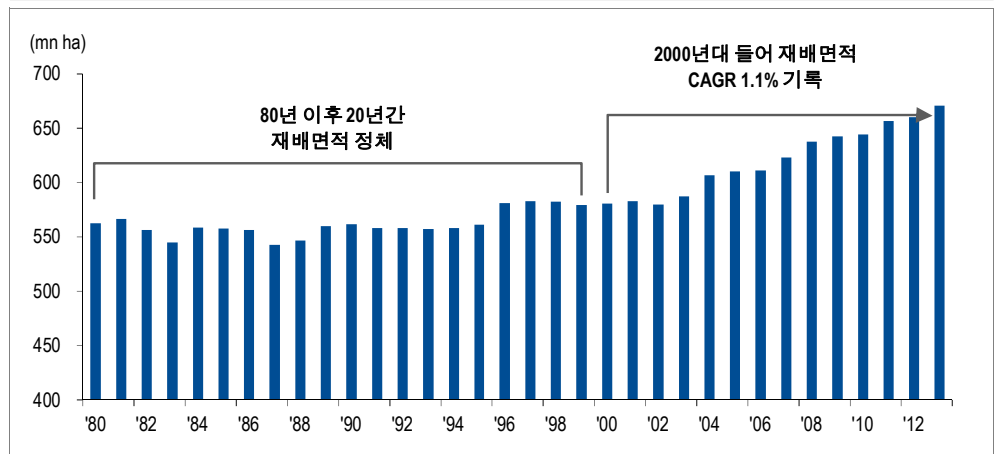
변동성 큰 가격 상승의 장기 사이클 피하기 어려워

변동성이 큰 가격 상승이라는 장기 사이클을 피하기가 어려울 것 같다. 경작지의 확장, 생산성의 추가 향상이 없다면 사실상 공급량의 획기적인 증가는 불가능하기 때문이다. 이미 글로벌 농산물 재배 면적의 증가는 매우 더디게 진행 중이다. 80년 이후 약 20년간 주요 곡물 재배 면적은 정체 상태를 보이다가 2000년대 들어 CAGR 1.1%를 기록 중이다. 그런데 앞으로 이보다 더 빠른 속도로 경작 면적이 늘어나기는 힘들다는 판단이다.

경작지 2050년까지 겨우 5% 증가

유엔 식량농업기구(FAO)에 의하면 경작 가능한 토지의 단 1/3만이 실제로 경작되고 있지만, 2050년까지 궁극적으로 경작 가능한 땅의 면적은 겨우 5% 정도만 증가할 것이라고 한다. 즉 이론적으로는 경작지로 개발될 수 있는 공간이 막대해 보이지만, 사실상 가용 농지 규모가 지역에 따라 천차만별일 뿐 아니라 주로 아프리카나 중앙아시아에 위치한 이들 국가들은 가용 농지를 경작하는 데 필요한 관개시설, 비료와 농약, 기반시설 등의 수단을 갖추지 못한 경우가 많기 때문이다. 이러한 경제적 난관에 더하여 (산림 파괴와 토지 개간에 따른) 환경 문제가 심각하며, 경작 가능한 땅의 토질 및 접근성이 열악하다는 사실도 고려해야 한다. 결국 경작지를 늘려서 곡물 공급을 뒷받침하는 것은 불가능하다.

글로벌 농산물 재배 면적 증가 매우 더디게 진행 중



주: 쌀, 밀, 옥수수, 대두 경작지를 합친 값

자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

생산성 개선도 급격히 둔화

그렇다면 생산성 향상, 즉 단위 면적당 효율 개선은 어떨까? 4대 핵심 농산물의 1980년 대비 2013년의 생산성 향상은 말 그대로 눈부셨다. 평균적으로 약 85%, 가장 높은 대두의 경우 123%의 생산성 개선이 있었다. 그런데 문제는 생산성 개선의 속도 또한 2000년대 들어서면서 현격히 둔화되고 있다는 점이다. 예를 들어 80년대 동안 쌀의 경작 생산성 향상은 약 26%에 달했으나 90년대에 10% 수준으로 떨어졌고, 2010년 이후로는 4%에 그치고 있다. 90년대에 약 30%를 기록했던 대두의 생산성 개선은, 2010년 이후 마이너스 수치를 기록하고 있을 정도이다.

4대 농산물의 생산성 향상: 1980 vs 2013

(단위: 천 ha, 천 톤, %, %p)

	2013년 생산량	80년 이후 생산량 증가율	2013년 재배면적	80년 이후 재배면적 증가율	생산성 향상
쌀	475,573	76.2	160,762	11.3	64.9
옥수수	973,903	138.3	176,898	34.8	103.4
대두	284,045	251.0	113,628	128.3	122.6
밀	712,524	63.5	219,401	-7.4	70.9
전체	2,446,045	104.6	670,689	19.3	85.3

자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

쌀의 기간별 생산성 향상 추이

(단위: 천 ha, 천 톤)

	vs 1980	vs 1990	vs 2000	vs 2007
경작지 증감	11.3	8.8	5.5	1.6
생산량 증감	76.2	35.3	19.1	3.9
생산성향상	64.9	26.6	13.7	2.3

	80년대	90년대	00년대	10년 이후
경작지 증감	2.4	3.7	3.8	1.6
생산량 증감	27.9	13.6	12.7	5.7
생산성향상	25.6	9.9	9.0	4.0

자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

밀의 기간별 생산성 향상 추이

(단위: 천 ha, 천 톤)

	vs 1980	vs 1990	vs 2000	vs 2007
경작지 증감	-7.4	-3.1	1.8	0.6
생산량 증감	63.5	21.0	22.2	1.1
생산성향상	70.9	24.1	20.4	0.4

	80년대	90년대	00년대	10년 이후
경작지 증감	-4.5	-6.7	1.1	0.6
생산량 증감	22.3	-0.9	11.9	9.2
생산성향상	26.8	5.7	10.7	8.6

자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

옥수수의 기간별 생산성 향상 추이

(단위: 천 ha, 천 톤)

	vs 1980	vs 1990	vs 2000	vs 2007
경작지 증감	34.8	39.0	29.0	7.5
생산량 증감	138.3	102.1	64.5	10.3
생산성향상	103.4	63.1	35.5	2.8

	80년대	90년대	00년대	10년 이후
경작지 증감	-3.0	6.2	20.0	7.5
생산량 증감	13.0	22.8	41.0	16.7
생산성향상	15.9	16.6	21.0	9.2

자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

대두의 기간별 생산성 향상 추이

(단위: 천 ha, 천 톤)

	vs 1980	vs 1990	vs 2000	vs 2007
경작지 증감	128.3	94.7	50.3	10.1
생산량 증감	251.0	172.4	61.5	25.1
생산성향상	122.6	77.6	11.2	15.0

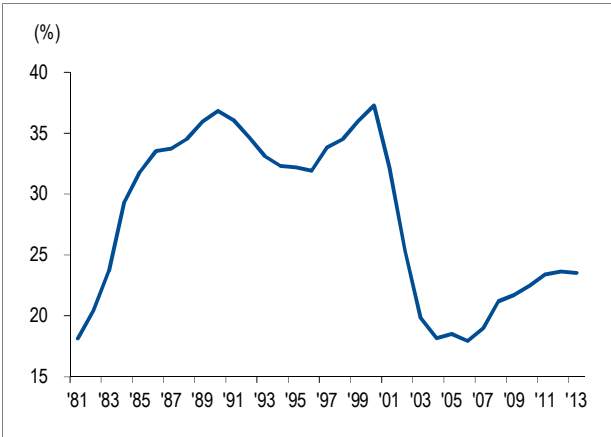
	80년대	90년대	00년대	10년 이후
경작지 증감	17.3	38.9	36.6	10.1
생산량 증감	32.5	68.6	50.2	7.5
생산성향상	15.2	29.7	13.6	-2.5

자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

너무 낮거나, 급변하는 글로벌 곡물 재고 상태

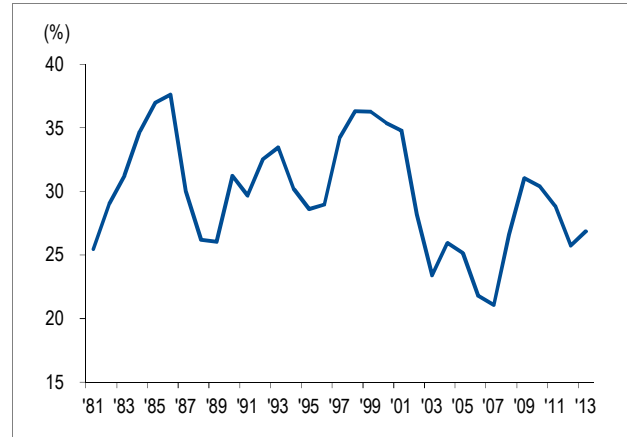
주요 곡물들의 글로벌 재고 현황도 걱정이다. 길게 봤을 때 역사적 최저 수준(옥수수의 경우)에 머물러 있는 경우가 있는가 하면, 재고율 수준은 아주 낮지 않으나 변동성이 크게 확대(대두의 경우)되는 등 이 역시 도전적인 환경을 제공하고 있다. 특히 옥수수의 경우 최근 미국 농무성(USDA)에서 미국 내 재고율이 한 자릿수로 떨어질 것으로 전망하는 등 가격 상승의 요인들이 나타나고 있다.

상대적으로 낮은 수준의 글로벌 쌀 재고율



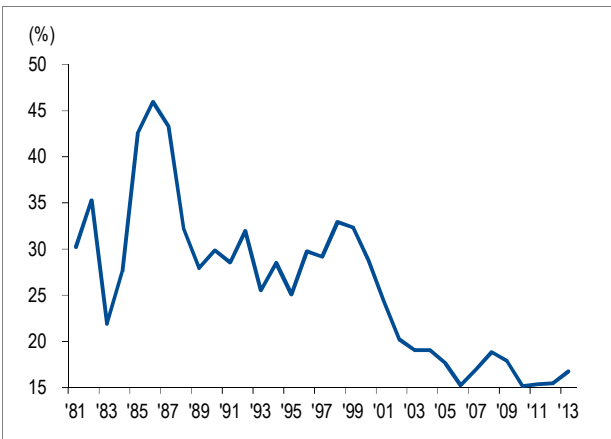
자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

최근 다시 낮아진 밀 재고율



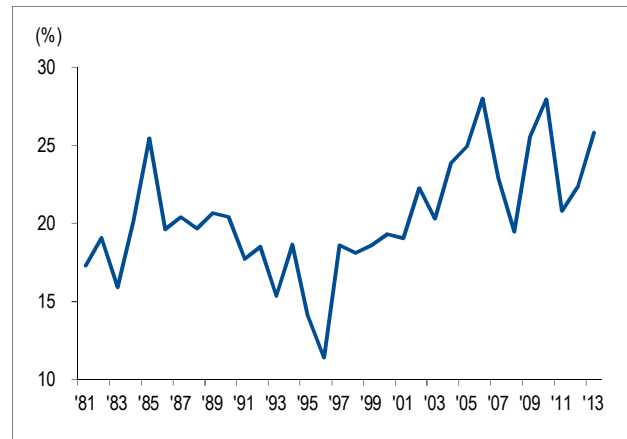
자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

80년 이후 최저 수준의 옥수수 재고율



자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

대두 재고율은 변동성 커지고 있어

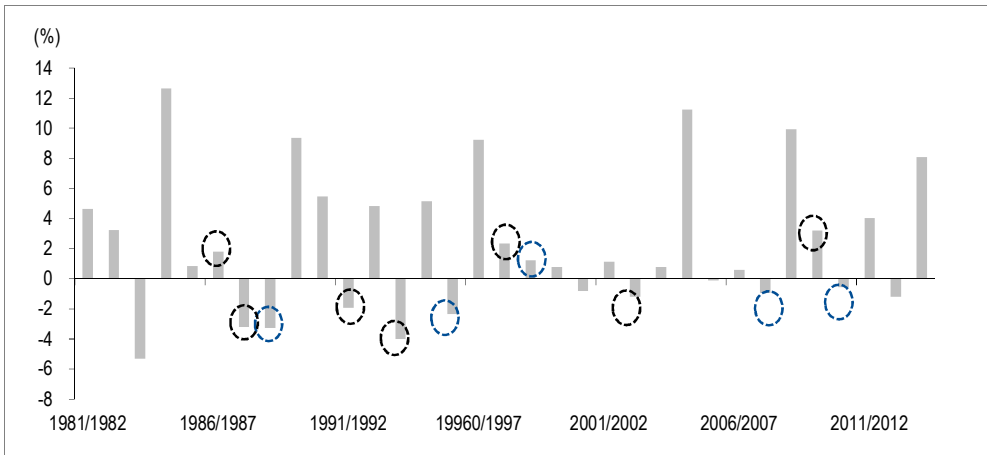


자료: USDA, Foreign Agricultural Service, 우리투자증권 리서치센터

기후 조건, 예측도 대응도 까다로운 문제

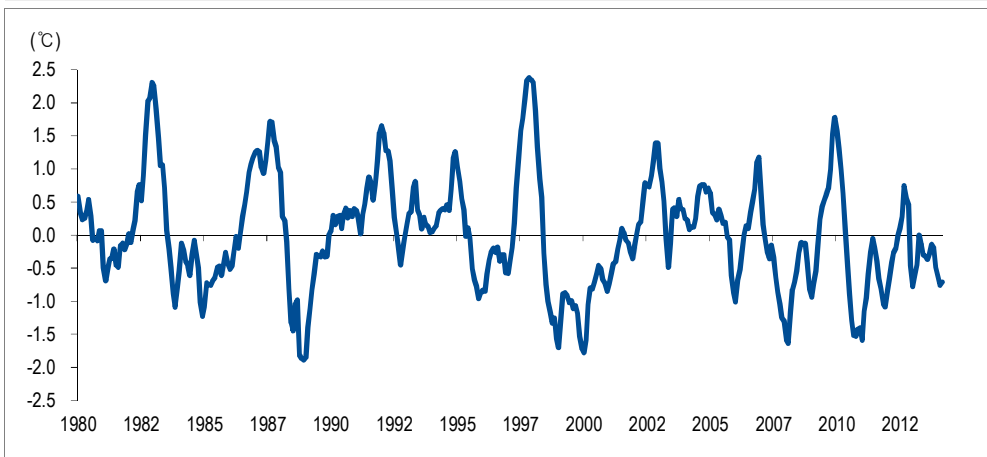
예상하기 어렵긴 하지만 기후 조건도 우호적이진 않다. 이미 상반기 동안 미국, 브라질과 같은 주요 곡물 생산지에 이상 기후가 나타나서 이미 상품 시장 가격을 움직이고 있다. 역사적으로 글로벌 곡물 공급 충격을 이끌었던 엘리뇨/라니냐의 발생 가능성을 점치는 목소리도 높아지고 있다. 게다가 그렇지 않아도 얕아진 시장에 존재하는 투기적 수요 또한 여전하다.

엘리뇨, 라니냐 발생과 곡물 생산량 증감



주: A/B는 A년도 대비, B년도 곡물생산 증가율. 검은색 표시부분은 엘리뇨 발생시기. 파란색 표시부분은 라니냐 발생시기
자료: Golden Gate Weather Services, 우리투자증권 리서치센터

Oceanic Nino Index (ONI)

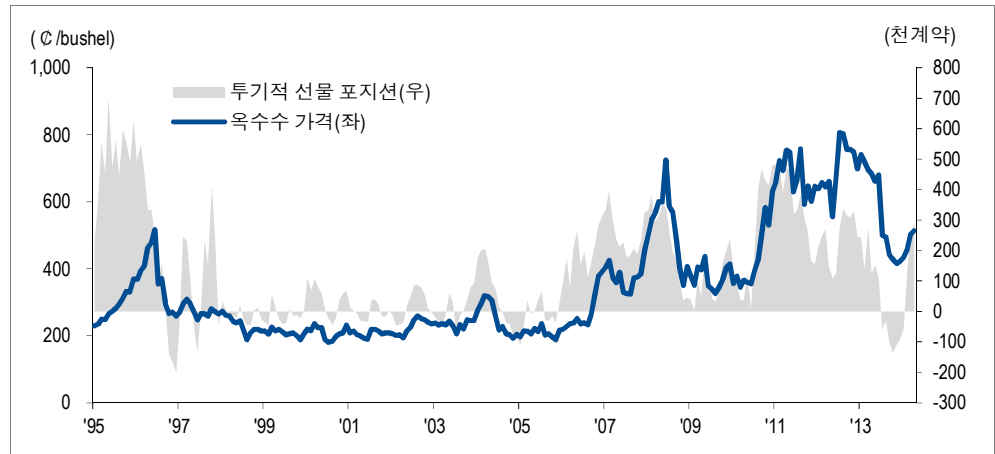


주: ONI란 엘리뇨 발생 지역의 평균 온도차.

+0.5℃ 이상의 온도차가 3개월 이상 발생하면 엘니뇨, -0.5℃ 이상의 온도차가 3개월 이상 발생하면 라니냐.

자료: Golden Gate Weather Services, 우리투자증권 리서치센터

옥수수 가격과 투기적 선물 포지션



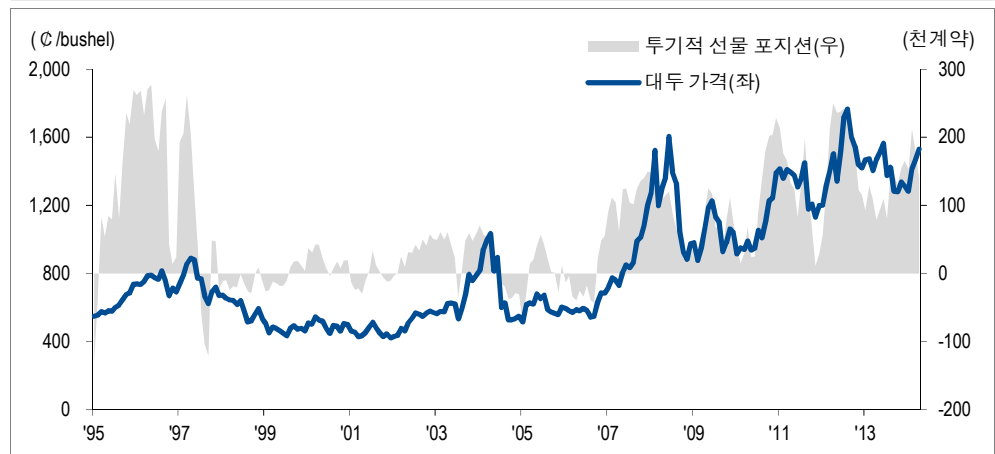
자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

소맥 가격과 투기적 선물 포지션



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

대두 가격과 투기적 선물 포지션



자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

Ⅲ. 가공 식품 산업 불균형: 또 하나의 격전지

1. 미국과 유럽이 먹여 살리는 세계

세계 가공 식품 성장을 이끄는 아시아의 수요

영국의 리서치 컨설팅 기관인 Datamonitor에 의하면 (세계농업에서 재인용) 2013년 현재 세계 식품 시장 규모는 약 5조 6,000억 달러로 2014년 약 3.9% 성장할 전망이다. 대륙 별로 보면 아시아-태평양 시장이 약 31%를 차지하여 유럽(39% 차지)에 이어 두 번째 큰 시장이다. 북미와 중남미가 각각 17%, 10%를 차지하고 있다. 과거 성장률은 물론 미래 잠재 성장률도 아시아-태평양 지역이 각각 5.6%(과거 5년), 5.9%(향후 2년)로 유럽과 북미의 2%를 압도한다.

전 세계 식품시장 규모(시장규모별)

(단위: 십억 달러, %)

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	과거 5년 CAGR	15년까지 성장률
세계식품시장	4,758.8 (100)	4,888.3 (100)	5,057.2 (100)	5,237.0 (100)	5,430.2 (100)	5,636.8 (100)	5,856.4 (100)	6,077.3 (100)	3.8	3.9
(담배제외)	4,091.9 (86.0)	4,195.3 (85.8)	4,336.4 (85.7)	4,486.3 (85.7)	4,647.3 (85.6)	4,819.0 (85.5)	5,000.8 (85.4)	5,188.0 (91.1)		
식품시장	2450.0 (51.5)	2537.5 (51.9)	2631.7 (52.0)	2730.9 (52.1)	2834.5 (52.2)	2943.3 (52.2)	3056.9 (52.2)	3172.3 (52.2)	3.8	3.9
음료시장	1,641.9 (34.5)	1,657.8 (33.9)	1,704.6 (33.7)	1,755.4 (33.5)	1,812.8 (33.4)	1,875.8 (33.3)	1,944.0 (33.2)	2,015.7 (38.9)	3.6	3.6

자료: 2012.05. Datamonitor(www.datamonitor.com, 영국 리서치& 컨설팅 기관), 우리투자증권 리서치센터

대륙별 식품 시장 규모: 아시아 시장이 성장을 주도

(단위: 십억 달러, %)

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	과거 5년 CAGR	15년까지 성장률
세계식품시장	4,758.8 (100)	4,888.3 (100)	5,057.2 (100)	5,237.0 (100)	5,430.2 (100)	5,636.8 (100)	5,856.4 (100)	6,077.3 (100)	2.5	3.9
유럽	1976.0 (41.5)	2001.8 (41.0)	2045.3 (40.4)	2090.8 (39.9)	2140.1 (39.4)	2192.6 (38.9)	2248.3 (38.4)	2305.0 (37.9)		
아시아-태평양	1,340.3 (28.2)	1,404.8 (28.7)	1,483.0 (29.3)	1,567.8 (29.9)	1,659.9 (30.6)	1,759.5 (31.2)	1,866.8 (31.9)	1,972.6 (32.5)	3.8	3.9
북미	858.9 (18.0)	874.1 (17.9)	895.5 (17.7)	918.6 (17.5)	943.1 (17.4)	969.2 (17.2)	996.3 (17.0)	1,024.3 (16.9)	3.6	3.6
중남미	459.7 (9.7)	478.3 (9.8)	497.9 (9.8)	518.2 (9.9)	539.2 (9.9)	561.1 (10.0)	586.9 (10.0)	607.4 (10.0)	3.8	3.9
중동 · 아프리카	123.9 (2.6)	129.3 (2.6)	135.4 (2.7)	141.6 (2.7)	147.9 (2.7)	154.4 (2.7)	161.1 (2.8)	167.9 (2.8)		

자료: 2012.05. Datamonitor(www.datamonitor.com, 영국 리서치& 컨설팅 기관), 우리투자증권 리서치센터

국가별 식품 시장 규모와 전망

(단위: 십억 달러, %)

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	과거 5년 CAGR	15년까지 성장률
세계식품시장	4,758.8	4,888.3	5,057.2	5,237.0	5,430.2	5,636.8	5,856.4	6,077.3	3.8	3.4
유럽	1,976.0	2,001.8	2,045.3	2,090.8	2,140.1	2,192.6	2,248.3	2,305.0	2.5	2.1
- 독일	334.4	338.6	344.9	351.5	358.3	365.5	373.0	380.3	2.0	1.8
- 프랑스	244.2	246.8	250.6	254.5	258.6	262.8	267.3	271.8	1.7	1.5
- 영국	216.3	217.3	223.1	229.7	237.3	245.6	254.3	263.0	3.5	2.6
- 이탈리아	214.8	217.7	220.4	223.7	227.4	231.4	235.7	240.2	1.8	1.5
- 러시아	175.5	177.4	184.5	190.0	195.7	201.8	208.4	215.4	3.2	2.8
- 스페인	162.4	165.3	168.4	172.3	176.6	181.4	186.7	192.0	2.8	2.2
- 네덜란드	58.7	59.5	60.5	61.6	62.7	63.8	65.0	66.2	1.8	1.7
- 폴란드	54.2	55.4	56.5	57.7	59.0	60.5	62.0	63.7	2.6	2.2
아시아태평양	1,340.3	1,404.8	1,483.0	1,567.8	1,659.9	1,759.5	1,866.8	1,972.6	5.9	5.6
- 중국	578.1	624.3	678.7	738.0	801.8	870.7	944.8	1,016.9	8.2	8.5
- 일본	404.6	405.5	409.6	414.0	419.7	426.5	434.5	442.7	1.8	1.1
- 인도	50.5	57.5	65.5	74.2	83.5	93.3	104.1	114.9	11.2	13.1
- 호주	74.1	75.8	77.4	79.3	81.6	84.1	86.7	89.5	3.1	2.6
- 한국	51.5	52.8	54.3	56.0	57.7	59.5	61.4	63.3	3.1	2.9
- 태국	33.7	34.5	35.6	37.1	38.6	440.2	42.0	43.6	4.1	67.2
- 대만	32.0	33.0	34.1	35.2	36.3	37.4	38.6	39.8	3.1	3.2
북미	858.9	874.1	895.5	918.6	943.1	969.2	996.3	1,024.3	2.8	2.4
- 미국	774.4	787.9	807.6	828.7	851.2	875.1	900.0	925.8	2.8	2.5
- 캐나다	84.5	86.2	88.0	89.9	91.9	94.1	96.3	98.5	2.3	2.2
중남미	459.7	478.3	497.9	518.2	539.2	561.1	583.9	607.4	4.0	4.1
- 브라질	194.0	202.6	212.1	221.7	231.6	241.8	252.3	262.8	4.3	4.5
- 멕시코	133.9	139.0	144.3	149.9	155.7	161.9	168.4	175.5	4.1	3.9
중동,아프리카	123.9	129.3	135.4	141.6	147.9	154.4	161.1	167.9	4.3	4.5
- 남아프리카	33.8	34.8	36.4	37.8	39.3	40.8	42.3	43.8	3.7	3.8
- 사우디아라비아	23.7	29.7	31.3	32.9	34.6	36.3	38.0	39.9	4.9	8.9
- 이집트	21.9	22.5	23.2	23.9	24.6	25.4	26.2	27.0	3.2	3.0

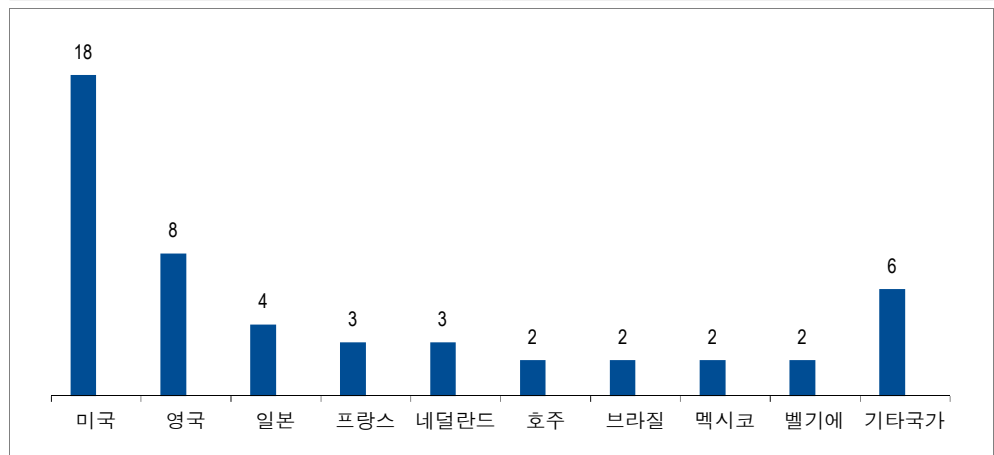
자료: 2012.05. Datamonitor(www.datamonitor.com, 영국 리서치& 컨설팅 기관) 2012.05자료(aT 정리), 우리투자증권 리서치센터

그러나 공급은 여전히 미국과 유럽 차지

그런데 현재 글로벌 가공식품(음료 포함) 제품의 공급은 미국과 유럽으로부터 이뤄지는 비중이 압도적이다. 이를테면 세계 상위 50개 식품 제조업체의 국가별 분포를 보면 미국 18개, 유럽계 16개로 가장 많고, 이는 10위 이하 기타 모든 국가의 합인 6개보다 월등히 높은 숫자이다. 매출액 분포로 보더라도 마찬가지이다. 미국과 (영국, 프랑스, 네덜란드, 스위스 4개국) 유럽이 각각 32%, 36%로 전체 매출액의 68%를 차지한다. 쉽게 생각해도 아시아를 비롯한 이머징 마켓의 성장 과실도 이 비중만큼은 미국과 유럽이 차지할 것임에는 의심의 여지가 없다. 가공식품에 있어서도 공급과 수요의 불균형은 여전한 셈이다.

세계 상위 50 개 식품 제조업체들의 국가별 분포

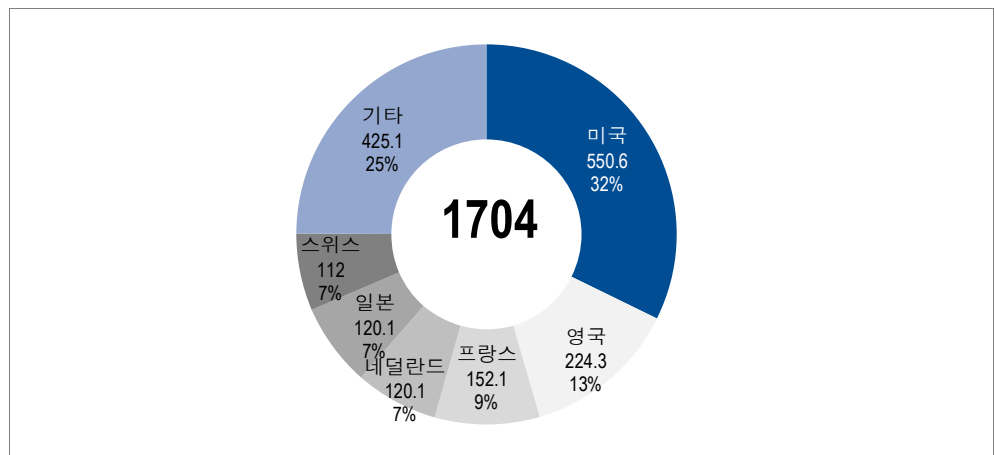
(단위: 개)



자료: Forbes 2011 The World's Leading Companies 중 Beverage, Food Retail, Restaurant, Tobacco부문, 우리투자증권 리서치센터

세계 상위 50 개 식품 제조업체들의 매출액 분포

(단위: 십억 달러)

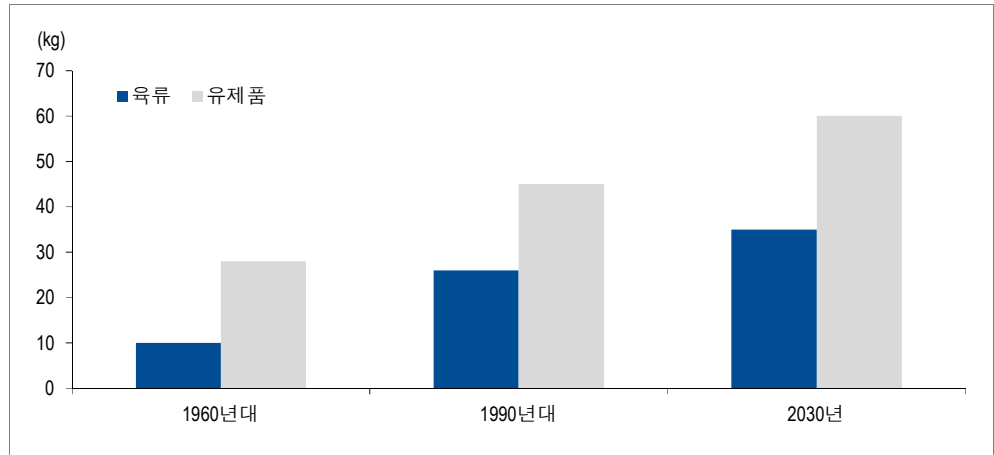


자료: Forbes 2011 The World's Leading Companies 중 Beverage, Food Retail, Restaurant, Tobacco부문, 우리투자증권 리서치센터

식습관의 수렴화가 가공식품 지역 불균형을 더 부추기다

특히 ‘식습관의 수렴화’는 이러한 가공식품 분야의 불균형을 더 촉진시킬 수 있다. 이를테면 전 세계 어디에서나 곡물이 식량의 기본을 이루긴 하지만, 선진국의 소비 습관(육류나 유제품 비중이 높고, 브랜드 인지도 높은 가공식품 점유율이 상승하는 것 등)이 많은 국가에서 일반화되고 있다. 개발도상국의 1960년대 중반 1인당 연간 육류 소비량은 평균 10kg에 불과했지만, 1990년대 말 26kg으로 증가했고, 2030년에는 35kg을 넘을 것이다. 같은 기간 유제품 소비는 1인당 평균 28kg에서 45kg으로 증가했는데, 2030년까지 60kg 이상이 될 것이다.

개발도상국 1인당 평균 육류 및 유제품 소비량의 변화



자료: FAO, World Agriculture: Towards 2030-2050, 우리투자증권 리서치센터

2. 글로벌화의 포식자적 메커니즘 속 한국 음식료 산업

식품 산업의 글로벌화, 이면의 불균형 심화

기본적으로 어느 지역이건 1인당 평균 에너지 섭취량은 경제 발전과 함께 증가한다. 개인의 구매력이 커지면 단당류와 동물성 단백질의 소비가 크게 증가하고 식물성 단백질과 전분 소비가 감소한다. 그런데 식습관의 변화는 소비자의 '자발적인' 취향만으로 설명되지 않는다. 국제 식품 무역의 발전, 선진국의 수출 농업 모델, 다국적 식품 대기업들이 주도한 서양식 소비 행태의 장려 등이 오히려 더 강력한 배경이다. 패스트푸드 체인점의 전세계적 확산(ex. 맥도날드)이나 편의 가공식품 브랜드의 대형화(ex. 코카콜라)는 그렇게 이뤄졌을 것이다. 이머징 국가들의 소비자 구매력 강화 속도가 다소 느려지고 전세계적으로 불황형 소비패턴이 확산되면서 (모험적인 소비자들 감소) 가공식품 부문의 불균형도 심화될 공산이 크다.

후발 주자로서 존재감 미미한 한국 음식료 산업

그 와중에 글로벌 식품 교역에 있어 한국의 존재감은 거의 없다. 전세계 식품 교역량의 1.2%를 차지하고 있을 뿐이다. 그 중 식품 수입액이 글로벌 가공식품 교역량의 0.9%를 넘어, 수출액 0.2%를 압도하고 있다. 매출액 상위 100대 음식료 기업 중에 유일하게 포함된 기업이 (CJ대한통운 포함 연결 매출액 기준) CJ제일제당 정도이다. 한국 음식료 기업들 현지 법인 등의 기여도가 추가된다고 해도, 얘기는 크게 달라지지 않는다. 국내 주요 기업들이 해외에서 발생시키는 매출액은 (해외 바이오 비중 높은 CJ제일제당, 중국 성공 사례인 오리온 제외) 평균적으로 각 사 전체 매출액의 10% 내외를 차지하고 있다. 반면 의미 있는 이익을 창출하는 기업들은 찾아보기 힘들다. 위와 같은 불균형 구도가 고착화되고, 글로벌 소비자들의 동조화 현상이 가속화되는 환경은 한국 음식료 기업들이 후발 주자로서 맞닥뜨린 가장 큰 도전이다. 지나친 해외 성장 기대감을 경계하는 이유이다.

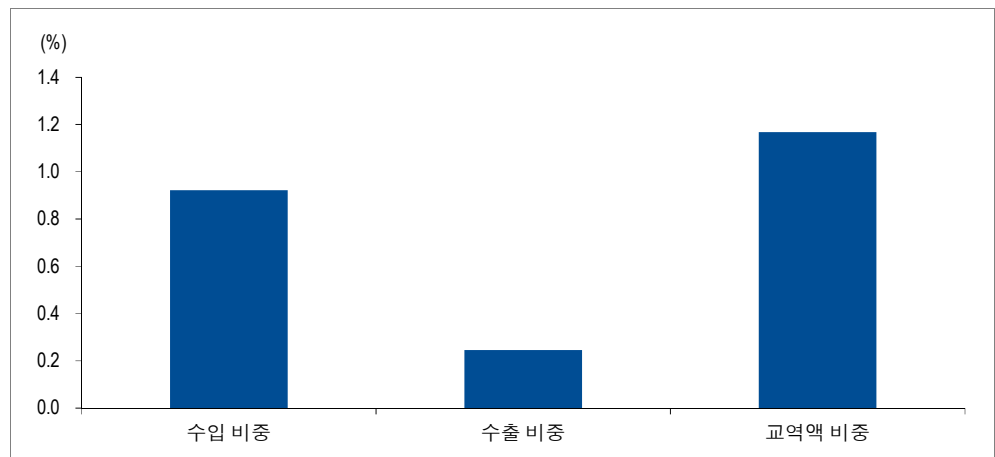
국가별 식품 교역액 순위 (2010년): 한국 비중 1.2% 미만

(단위: 백만 달러)

순위	국가	식품 수입액	식품 수출액	식품 교역액	교역 비중
1	미국	105,135	98,767	203,902	9.4
2	독일	79,881	71,861	151,742	7.0
3	프랑스	54,341	63,912	118,253	5.4
4	네덜란드	40,978	63,320	104,298	4.8
5	영국	615,449	27,708	89,257	4.1
6	이탈리아	49,150	36,552	85,702	3.9
7	중국	34,821	45,364	80,185	3.7
8	벨기에	35,657	40,223	75,880	3.5
9	캐나다	31,116	36,033	67,149	3.1
10	브라질	9,489	54,391	63,880	2.9
11	스페인	27,713	35,087	62,800	2.9
12	일본	53,429	3,955	57,384	2.6
13	러시아	41,771	13,456	55,227	2.5
14	멕시코	119,540	19,390	38,930	1.8
15	인도네시아	10,659	27,933	38,592	1.8
16	태국	9,016	28,987	38,003	1.7
17	호주	10,747	26,530	37,277	1.7
18	말레이시아	13,254	23,108	36,362	1.7
19	아르헨티나	1,619	31,750	33,369	1.5
20	덴마크	11,274	18,323	29,597	1.4
~	~	~	~	~	~
24	한국	20,097	5,347	25,444	1.2

자료: Euromonitor International Marketing Data and Statistics 2012, Euromonitor European Marketing Data and Statistics 2012, 우리투자증권 리서치센터

한국 가공식품 수출액 규모 미미 (전세계 식품 교역액 대비)



자료: Euromonitor International Marketing Data and Statistics 2012, Euromonitor European Marketing Data and Statistics 2012, 우리투자증권 리서치센터

오리온의 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	중국, 러시아, 일본, 베트남 등
진출 시기	1990 년
형태	현지법인
판매품목	파이, 스낵, 껌, 비스킷, 기타
전략	현지 생산을 기반으로 제품의 맛, 마케팅 현지화 독립채산제, 외상거래 금지 등

자료: 오리온, 우리투자증권 리서치센터

빙그레의 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	중국, 미국, 러시아, 브라질 등
진출 시기	1993 년
형태	수출
판매품목	바나나맛 우유, 메로나, 꽃게랑 등
전략	배타적 딜러 선정을 통한 시장 진입, 개별 시장에 따라 프리미엄(중국, 유음료) or 중저가(북미, 빙과) 포지셔닝

자료: 빙그레, 우리투자증권 리서치센터

하이트진로의 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	맥주: 일본, 몽골, 중화권, 이라크, 북미 소주: 일본, 북미, 중화권, 아시아
진출 시기	1962년(수출 시작)
형태	수출, 현지법인
판매품목	진로, 참이슬, 하이트, 진로막걸리 등 총 74 개 품목
전략	현지인 중심의 유통망 개척, 제품 포트폴리오 확대, 해외기업과 제휴 및 현지기업 인수, 수입판매 유망제품 발굴 등

자료: 하이트진로, 우리투자증권 리서치센터

오리온: FY13 해외 이익 비중 약 62%

법인명	국가	지분율(%)
Orion Food NOVO	러시아	64.6
Orion International Euro	러시아	100.0
Orion Food VINA	베트남	63.4
Supreme Star Investmen	홍콩	62.7
Orion Food Indonesia	인도네시아	70.0
Orion Food	중국	100.0
외 7 개		

해외 매출액	1,422.7 십억원	비중	54.9%
해외 영업이익	166.9 십억원	비중	61.7%

자료: 오리온, 우리투자증권 리서치센터 추정

빙그레: FY13 해외 매출 비중 8%

법인명	국가	지분율(%)
국내 생산, 직접 수출		

해외 매출액	60.3 십억원	비중	7.5%
해외 영업이익	8.0 십억원	비중	11.9%

자료: 빙그레, 우리투자증권 리서치센터 추정

하이트진로: FY13 해외 매출 비중 약 14.0%

법인명	국가	지분율(%)
Jinro Inc.	일본	100.0
JGC	일본	100.0
Jinro America Inc.	미국	100.0
Jinro RUS Food CO.	러시아	84.9
북경진로해특주업유한공사	중국	100.0

해외 매출액	267.0 십억원	비중	14.1%
해외 영업이익	N/A	비중	N/A

자료: 하이트진로, 우리투자증권 리서치센터 추정

농심의 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	중국, 일본, 미국 등 80 개국
진출 시기	1998 년
형태	현지법인
판매품목	라면, 스낵
전략	현지 사무소 기반으로 신성장동력 창출, 국내 인지도 높은 제품 수출, 대도시에서 기반 확대 후 현지화 제품 출시

자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터

KT&G의 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	중국, 터키 등 45 개국 (홍삼은 중화권, 대만, 일본 등)
진출 시기	1999 년
형태	수출, 현지법인
판매품목	담배, 홍삼 등
전략	중동/중앙아시아/CIS/러시아 등 주력시장 확대 중남미/아프리카/유럽 등 미진출 시장 진입(다변화)

자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터

CJ 제일제당의 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	식품, 바이오: 전세계 사료: 중국, 인도네시아, 베트남, 필리핀
진출 시기	식품, 사료: 1990 년대 바이오: 1970 년대
형태	식품: 수출, 해외 생산 사료, 바이오: 해외 생산
판매품목	식품, 사료, 바이오 전품목
전략	식품: 그룹 브랜드 '비비고' 통한 한식인지도 제고 및 장류, 조미료 판매, M&A를 통한 해외 생산 사료: 종돈사업 합작 투자, 양돈 계열화 등 새로운 성장 동력 발굴, 성장성 높은 해외 시장 현지화 바이오: 글로벌 생산기지 확충 및 원가 경쟁력 강화

자료: CJ제일제당, 우리투자증권 리서치센터

농심: FY13 해외 매출 비중 약 15%

법인명	국가	지분율(%)
Nongshim	홍콩	96.7
Nongshim Holdings	미국	100.0
Nongshim	일본	100.0

해외 매출액	313.9 십억원	비중	15.0%
해외 영업이익	N/A	비중	N/A

자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터 추정

KT&G: FY13 해외 이익 비중 약 16%

법인명	국가	지분율(%)
KT&G Tutun Mamilleri Sanayi ve Ticaret A.S.	터키	99.9
Korea Tobacos do Brasil Ltd	브라질	99.9
KT&G Pars	이란	99.9
KT&G Rus L.L.C.	러시아	100.0
Global Trading	미국	100.0
길림한정인삼유한공사	중국	100.0
Renzoluc Pte.	싱가포르	100.0
외 7 사		
해외 매출액	409.9 십억원	비중 10.9%
해외 영업이익	152.0 십억원	비중 15.9%

자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터 추정

CJ 제일제당 FY13 해외 이익 비중 약 20% (CJ 대한통운 제외)

법인명	국가	지분율(%)
CJ CHANGSHA FEED CO., LTD.	중국	100.0
CJ NUTRACON PTY., LTD.	호주	100.0
CJ PHILIPPINES INC.	필리핀	70.0
PT CHEIL JEDANG INDONESIA	인도네시아	100.0
CJ OMNI INC.	미국	100.0
CJ EUROPE GMBH.	독일	100.0
외 31 개		

해외 매출액	1.684.8 십억원	비중	15.32%
해외 영업이익	9.0 십억원	비중	20.0%

자료: CJ제일제당, 우리투자증권 리서치센터 추정

롯데제과 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	인도, 중국, 베트남, 러시아, 파키스탄 등 60 개국
진출 시기	1970년대 수출 시작, 1984년 해외 지사 설립
형태	수출, 현지 생산
판매품목	파이, 쿼, 캔디, 비스킷, 초콜릿, 빙과 등
전략	메가브랜드 수출을 통한 인지도 상승 현지기업 인수시 기존 제품 위주 운영 후 동사 제품 수출 병행

자료: 롯데제과, 우리투자증권 리서치센터

롯데칠성 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	일본, 중국, 러시아, 미국 등 40 개국
진출 시기	1990년대
형태	수출, 현지법인
판매품목	주류(처음처럼, 서울막걸리 등), 음료(밀키스, 레쓰비 등)
전략	중장기적으로 현지 M&A를 통한 진출 고려

자료: 롯데칠성, 우리투자증권 리서치센터

매일유업 해외 사업 현황

	내용
진출 국가	중국, 아시아, 미국, 러시아 등
진출 시기	1981년 수출 시작, 1994년 해외 지사 설립
형태	수출
판매품목	유아식, 음료, 발효유
전략	유통채널(슈퍼마켓, 홈쇼핑, 인터넷 쇼핑몰 등) 및 수출 제품 카테고리 확장

자료: 매일유업, 우리투자증권 리서치센터

롯데제과: FY12 관리 매출 기준 해외 4,900 억원 수준

법인명	국가	지분율(%)
Lotte India Co.	인도	98.4
Lotte Qingdao Foods Co.	중국	90.0
Chocolaterie Guylian N.V.	벨기에	99.9
Lotte Food Holdings Co., Ltd.	홍콩	100
K.S. SULEMANJI ESMAILJI & SONS(Private) Limited	파키스탄	69.45
외 12개		

해외 매출액	490.0 십억원	비중	NA
해외 영업이익	NA	비중	NA

주: 해외 매출액과 영업이익은 2012년 해외 사업 관리 기준 (연결과 다름)

자료: 롯데제과, 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데칠성: FY13 해외 매출 비중 약 7.7%

법인명	국가	지분율(%)
롯데후아방음료유한공사	중국	94.0
롯데오더리음료유한공사	중국	100.0
Lotte Liquor Japan	일본	100.0
Lotte BG America	미국	100.0
롯데장백음료유한공사	중국	100.0

해외 매출액	170.3 십억원	비중	7.7%
해외 영업이익	NA	비중	NA

주: 해외 매출액과 영업이익은 당사 추정치 기준

자료: 롯데칠성, 우리투자증권 리서치센터 전망

매일유업: FY13 해외 매출 비중 약 2.1%

법인명	국가	지분율(%)
청도엔요유업유한공사	중국	61.3

해외 매출액	28.0	비중	2.1%
해외 영업이익	N/A	비중	N/A

자료: 매일유업, 컨센서스 등 참고해서 정리

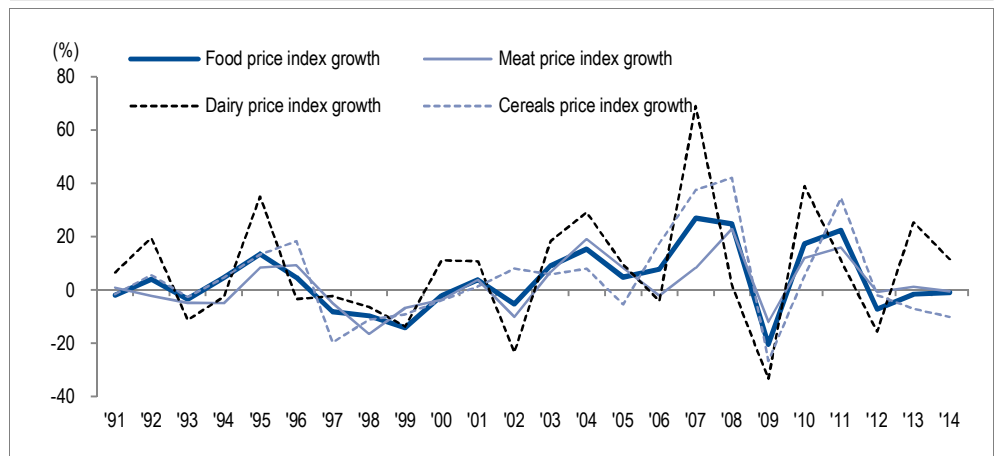
IV. 방어책들

1. 글로벌 음식료 기업들의 교훈: 애그플레이션의 파고를 피하는 법

세계 식량 가격 가장
많이 오른 시기
2007~2008년

전세계적으로 90년대 이래 곡물가격과 식료품 가격 급등이 가장 심했던 시기는 2007~2008년 동안이었는데, FAO에 따르면 이 기간 세계 음식료 가격 지수(food price index)는 58% 급등했고, 유제품(dairy price index)과 곡물가공품 가격 지수(cereals price index)는 각각 72%, 95% 상승한 바 있다.

07~08년 글로벌 식품 가격 급등

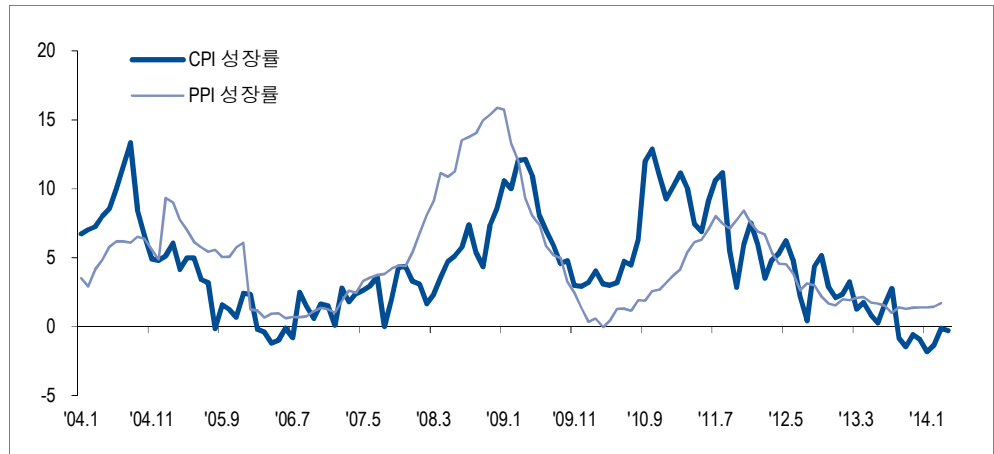


자료: FAO, 우리투자증권 리서치센터

한국은 상대적으로 애그플레이션의 피해가 적어

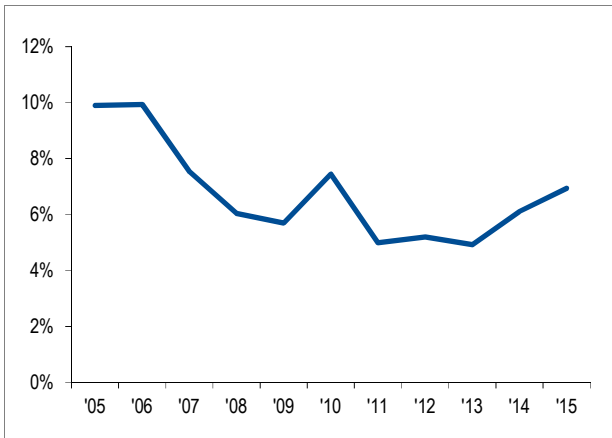
그런데 같은 기간 동안 한국의 상황은 사뭇 달랐다. 음식료 제품, 특히 가공 식품의 CPI 성장률은 높아야 10%대 초반 수준에서 제어되는 경향을 나타냈다. 이명박 정부의 강력한 생필품 가격 억제 정책이 글로벌 식료품 인플레이션을 완화시켰던 것으로 풀이된다. 그래서 당시에 원가 상승을 소비자 가격에 제대로 전가하지 못하게 된 기업들 상당수가 마진 압박에 시달렸던 바 있다. (즉 강력한 식품 가격 억제 정책을 통해 수입 곡물을 원재료로 사용하는 업체들로 하여금 그대로 원가 부담을 떠안게 하였고, 2차 가공식품 업체들의 제품 가격 인상을 차단하였다. 이로 인해 기업들은 원자재 폭등에 따른 이익 훼손을 감내해야 했다.)

07~08년 한국 식품 가격 상승은 상대적으로 낮게 유지



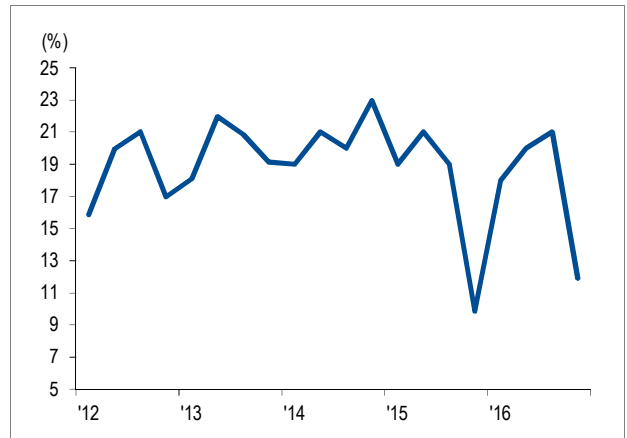
자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

2000년대 후반 급격히 낮아진 농심의 영업이익률



자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터 전망

가격 전가력 상실하면서 하락한 CJ제일제당의 소재식품 이익률

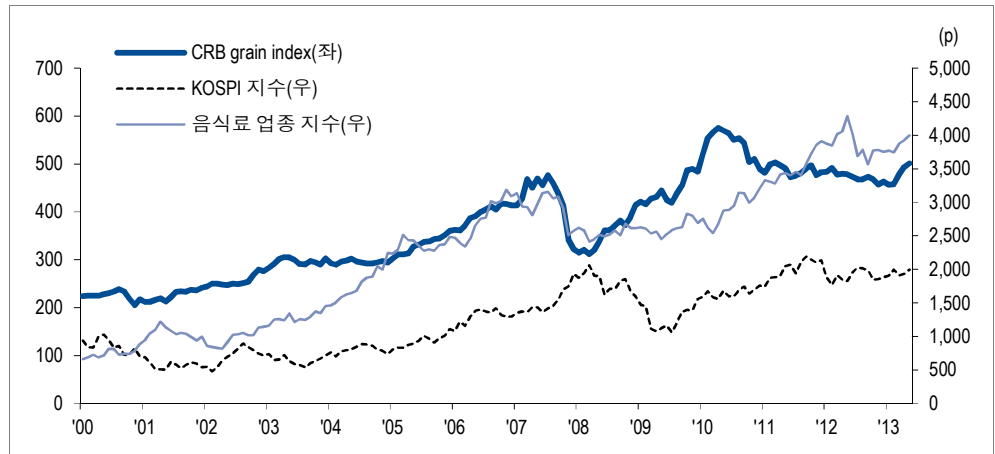


자료: CJ제일제당, 우리투자증권 리서치 센터 전망

07~08년 동안 한국 기업, 주가, 소비자 경험의 왜곡

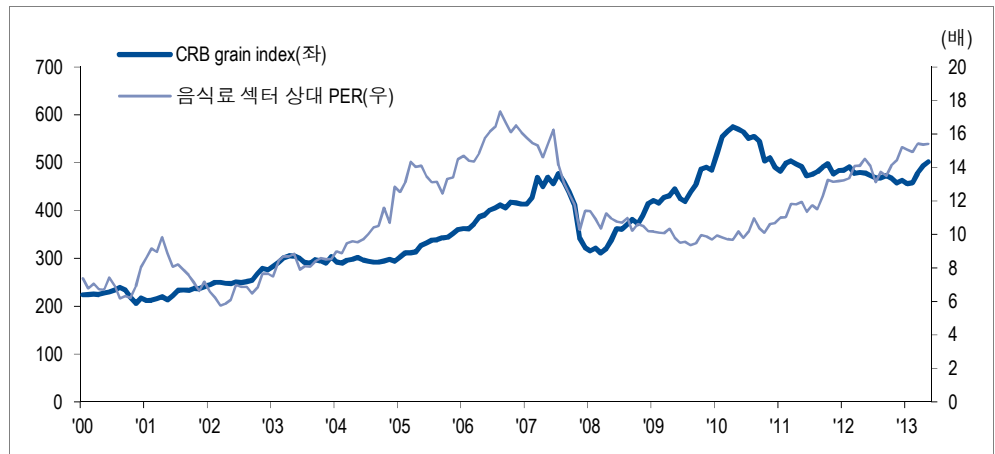
결국 한국은 역사상 가장 심각했던 애그플레이션(2007~2008년)을 상당히 ‘왜곡’하여 경험한 셈이다. 1) 일단 기업들의 실적이 (정부 정책 영향으로) 원래 그래야 할 수준보다 더 많이 악화되었고, 2) 이에 따라 투자 심리가 급격히 위축되면서 한국 음식료 섹터 주가는 글로벌 음식료 업체들과 반대로 디레이팅되었다. 3) 마지막으로 가장 중요한 소비자 수요의 왜곡도 짚고 넘어가야 한다. 당시로선 선제적인 가격 억제 정책이 되었기 때문에 음식료 값이 ‘폭등’하진 않았고, 한국 소비자들이나 기업 모두 극심한 애그플레이션 하에서의 경험을 학습할 기회를 놓쳤다.

곡물가격 오르면 음식료 주가는 하락하거나 부진한 경향



자료: Bloomberg, Quantwise, Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

곡물 가격 오르면 음식료 PER 하락



자료: Bloomberg, Quantwise, Dataguide, 우리투자증권 리서치센터

글로벌 기업들의 경험을 학습해야 하는 이유

그래서 앞으로 닥칠 잠재적인 애그플레이션이 기업 이익 전망치와 주가 및 밸류에이션에 미치는 구조적인 영향을 파악하기에는 한국 사례는 큰 시사점을 갖지 못한다. 글로벌 업체들, 그것도 여러 지역의 여러 업체들의 과거 경험을 공유하는 과정이 필요해 보인다. 당사 리서치 센터는 글로벌 식품 업체 매출 상위 100개 업체들(pp. 31~32 참고)을 성격 별로 분류(p.33 참고)하고, 그들 각각의 지난 15년 간의 실적, 주가, 밸류에이션 트렌드를 점검하였다. 특히 2000년대 이후 4차례에 걸쳐 발생한 애그플레이션 동안의 해당 기업들 실적, 주가, 밸류에이션 변화에 주목하였으며, 2014년 현재까지의 상황과 비교하였다.

네 번의 애그플레이션, 그리고 2014년

2000년대 이후 애그플레이션 (혹은 급격한 곡물 가격 상승)이 나타났다고 판단되는 것은 네 번인데, 1) 2002년 4월부터 2004년 5월, 2) 2007년 초부터 2008년 5월, 3) 2010년 4월부터 2010년 12월, 4) 2012년 4월부터 2012년 9월까지였다. 앞선 세 번의 케이스는 수요 충격이 견인한 것으로 판단되고, 마지막 2012년의 케이스는 공급궤 쇼크에서 온 인플레이였다. 그리고 2014년 들어서의 농축산물 가격 상승은 공급 차질 우려에서 빚어진 것으로 판단되어, 공급궤 잠재 인플레이로 파악할 수 있다. 애그플레이션의 원인이 수요 증가였는지, 공급 충격이었는지에 따라 글로벌 음식료 기업들의 주가와 밸류에이션은 매우 다른 방향으로 움직였던 것 같다.

공급궤 애그플레이션이 두려운 이유

애그플레이션 기간 동안 각 카테고리별 기업 주가는 각각 방향도, 변동폭도 매우 다르게 움직였다. 반면 기업들의 밸류에이션(PER) 변화는 크지 않았다. 결국 애그플레이션 동안 기업들 주가에 더 결정적인 요소는 실적 추정치 변동이다. 그리고 그 실적 추정치의 변동은 수요궤 애그플레이션의 경우 대부분 기업들에 긍정적인 방향으로 나타났으나, 공급궤 애그플레이션의 경우에는 부정적 방향(실적 추정치 하향)으로 나타났다. 특히 곡물 가공업체들의 경우 이러한 경향이 더욱 분명했다.

글로벌 100대 식품 기업들

(단위: 십억달러, 배)

기업명	시가총액	매출액	현재 PER	현재 PBR	개요
NESTLE SA-REG	237	108	18.9	3.2	- 세계 1위 음식료 업체. 연간 매출액 1조 달러가 넘으며 네스프레소, 네스까페, 네스퀵, 키켓 등 브랜드 29개 보유
ARCHER-DANIELS	28	97	13.2	1.3	- 미국의 씨리얼, 오일 중심의 식품가공, 글루코스와 같은 콘시럽, 코코아 가공품 등의 식품가공과 무역 중심의 회사
PEPSICO INC	127	72	18.4	5.5	- 미국의 청량음료 제조업체. 펄시, 트로피카나 등 22개 브랜드 보유
UNILEVER PLC	124	72	19.5	5.4	- 도브, 썬실크, 립톤, 바세린, 폰즈 등 생활 가정용품 제조 전문 업체
UNILEVER NV-CVA	124	72	18.8	5.3	- 도브, 썬실크, 립톤, 바세린, 폰즈 등 생활 가정용품 제조 전문 업체
BUNGE LTD	11	67	11.0	1.0	- 미국에 위치한 다국적 곡물 거래업체. 곡물 생산, 가공 전문업체
COCA-COLA CO/THE	174	51	19.0	5.4	- 미국 애틀랜타에 본사를 둔 세계적인 종합음료회사로 코카콜라, 환타, 미닛메이드 등 27개 브랜드 보유
WILMAR INTERNATI	17	48	14.5	1.3	- 싱가포르 곡물 생산업체로 곡물 무역, 가공, 바이오디젤 생산업체
JBS	10	47	10.2	0.9	- 브라질 육류 가공분야 대기업
ANHEUSER-BUSCH I	172	47	14.6	2.4	- 미국의 맥주 및 음료 생산업체
MONDELEZ INTER-A	59	38	20.0	1.8	- 리츠 크래커와 오레오 쿠키로 유명한 크래프트푸즈의 글로벌 스낵 사업부분의 법인명 브랜드
TYSON FOODS-A	14	37	13.8	2.1	- 미국의 쇠고기, 돼지고기, 닭고기 등 고단백 식품 가공 업체
PHILIP MORRIS IN	130	34	16.0	-15.0	- 미국의 담배 제조회사로 전세계 담배시장의 MS 1위(15.6%)를 차지
DANONE	44	31	18.5	2.5	- 프랑스의 식품회사. 음료 및 유제품 전문 판매 업체
HEINEKEN HLDG	18	28	16.7	2.1	- 네덜란드의 대표적인 맥주브랜드.
HEINEKEN NV	39	28	16.5	2.3	- 네덜란드의 대표적인 맥주브랜드.
JAPAN TOBACCO	63	26	14.3	2.5	- 일본의 담배 사업을 독점. 전세계 담배시장 점유율 3위
BRIT AMER TOBACC	106	26	15.7	10.0	- 영국 담배기업. 전세계 담배시장 점유율 2위 기업. 던힐, 켄트 등 보유
KIRIN HOLDINGS C	13	25	23.9	1.2	- 일본 음료 제조 업체, 녹차, 커피, 탄산음료, 맥주, 위스키 등 판매
IMPERIAL TOBACCO	40	25	12.1	4.8	- 영국의 담배 제조회사. 전세계 담배시장 점유율 4위
ASSOC BRIT FOODS	37	23	27.5	3.3	- 설탕, 원재료 무역업을 영위하는 연 133억 파운드 매출의 영국 식품업체
FOMENTO ECON-UBD	30	22	22.0	2.0	- 멕시코에 위치한 기업으로 탄산음료, 식수, 주스와 같은 beverage 사업과 코카콜라 생산, 도소매 유통 담당
KRAFT FOODS GROU	33	20	17.4	6.1	- 식료품, 커피, 과자를 생산하는 미국의 식품 제조 판매기업으로 매출액부문 F&B 전세계 3위 기업
DIAGEO PLC	74	19	17.2	4.8	- 영국 주류 전문업체, 원저, 조니워커, 스미노프 등 생산
GENERAL MILLS IN	32	19	17.2	4.5	- 하겐다즈, 그린자이언트 등 포장식품을 만드는 미국의 식품회사
ALTRIA GROUP INC	77	19	15.3	16.4	- 미국에 본사를 둔 기업으로, 식품 및 담배 사업을 전개
ASAHI GROUP HOLD	13	19	17.5	1.5	- 일본 주류 업체. 아사히 슈퍼 드라이, 주쿠센, 프라임 타임 등 판매
SABMILLER PLC	83	19	1,221.9	171.2	- 영국 맥주 제조, 음료 사업체. 맥주생산 매출 부문에서 전세계 2위
AMBEV SA	117	18	19.8	7.1	- 2004년 브라질 기업인 암베브와 합병한 벨기에의 맥주 제조업체
CONAGRA FOODS	12	17	12.9	2.0	- 가공 식품과 냉동식품 등 packaged food를 주생산. 미국의 식품 기업
FONTERRA-SHAR FD	8	17	24.5	1.4	- 뉴질랜드 10,600명의 농부에 의해 설립된 합자회사로 세계 유제품 수출의 30%를 담당하는 뉴질랜드에서 가장 큰 회사
KELLOGG CO	23	16	16.5	5.4	- 시리얼 제조 전문업체, 코코팝스, 하니비, 체크스, 올버넨 등
UNI-PRESIDENT	8	15	19.0	2.4	- 대만 1위 음식료 업체. 주요 사업부문은 음료 부문
AJINOMOTO CO INC	9	15	19.0	1.4	- 일본 조미료 제조업체로 글루탐산 나트륨(MSG 주성분) 최초 제조사
BRF SA	18	15	20.6	2.6	- 브라질 음식료 업체. 음식료 매출액 전세계 10위, 브라질 2위 업체
GRUPO BIMBO-A	13	15	24.1	3.2	- 멕시코에서 가장 큰 제과업체. Bimbo 등 다수 브랜드 보유
MEIJI HD	4	15	19.0	1.3	- 일본 유제품, 제과, 의약품 전문업체
CHAROEN POK FOOD	6	14	15.7	1.6	- 대만 1위 농업 비즈니스 및 음식료 업체
NIPPON MEAT PACK	4	13	16.2	1.1	- 일본 수산물, 육류 가공, 건강식품 제조업체
COCA-COLA FEMSA	21	13	21.5	2.3	- 미국 애틀랜타에 본사를 둔 세계적인 종합음료회사
CHINA AGRI-INDUS	2	13	9.0	0.5	- 중국 오일 가공, 바이오연료, 곡물 가공, 무역 전문 사업체
CARLSBERG-B	15	13	13.1	1.0	- 덴마크 맥주 제조업체
SUNTORY FOOD BEV	10	12	27.0	1.9	- 일본 음료 제조업체. 차, 커피, 탄산음료, 맥주, 생수, 소주, 막걸리 등
NEW HOPE LIUHE-A	3	12	7.4	1.3	- 중국 육류, 유제품 유통 및 가공전문 업체
PERNOD RICARD SA	31	12	17.4	1.8	- 프랑스의 세계적인 주류 제조 업체
TINGYI	15	12	213.0	38.0	- 중국 내 1위 인스턴트 누들 생산전문업체. 인스턴트 누들, 음료, 제과, Master Kong 과 같은 청량음료 제조
SUEDZUCKER AG	4	11	29.4	0.8	- 독일 설탕 가공생산 전문업체.
YAMAZAKI BAKING	3	11	26.7	1.1	- 일본 제과 중심의 음식료업체

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치 센터

글로벌 100대 식품 기업들 (계속)

(단위: 십억달러, 배)

기업명	시가총액	매출액	현재 PER	현재 PBR	개요
CJ CHEIL	4	11	18.0	1.4	- 한국 1위 음식료 업체. 식품 및 식품첨가물, 바이오 분야 영위
COCA-COLA HBC AG	9	10	1,654.9	167.7	- 미국 애틀랜타에 본사를 둔 세계적인 종합음료회사
DEAN FOODS CO	1	10	17.5	1.9	- 미국 1위 낙농업체
HORMEL FOODS CRP	12	9	19.7	3.3	- 스팸 런치미트 생산기업
MARFRIG GLO FOOD	1	9	12.7	0.6	- 브라질 1위의 음식료 가공업체로 맥도날드와 타기업 가공 육류 공급
PILGRIM'S PRIDE	5	9	13.4	3.2	- 미국 가공육 가공 업체로 동사의 자회사인 JBS는 미국 1위, 멕시코 2위 닭고기 공급업체.
REYNOLDS AMERICA	29	9	16.3	5.7	- Camel, Pall Mall, Kool 등의 브랜드를 가진 미국 담배 업체
COCA-COLA ENTER	11	9	15.1	5.7	- 미국 애틀랜타에 본사를 둔 세계적인 종합음료회사
CAMPBELL SOUP CO	14	9	17.3	7.8	- Campbell's 라는 캔수프로 유명한 미국 통조림 가공식품 전문업체
KERRY GROUP-A	13	8	19.8	4.0	- 아일랜드 국영 식품 제조 업체
SAPUTO INC	10	8	18.0	4.0	- 캐나다 유제품 판매 업체로 전세계 유제품부문 20위 업체
HENAN SHUAN-A	12	8	15.7	4.0	- 중국 육류 가공 기업으로 중국내 육류생산 1위 업체
HM SAMPOERNA TBK	25	8			- 인도네시아 담배 제조 회사. 총 8개 공장 보유
MORINAGA MILK IN	1	8	14.0	0.7	- 일본 낙농업체로 유제품, 유아 전용 음료료품 생산 전문업체
HERSHEY CO/THE	21	8	22.6	10.5	- 미국 초콜릿 회사. 북아메리카 최대의 초콜릿 제조업체
PARMALAT SPA	6	8	19.3	1.3	- 이탈리아 유제품, 음식료 업체. Lactis, Santal, Mailu, Kyr 브랜드 보유
CHINA MENGNIU DA	10	8	32.6	3.8	- Mengniu 브랜드로 유제품 제조. 내몽골지역에 기반을 둔 기업
SAVOLA	10	8	17.7	3.2	- 사우디아라비아 음식료 가공업체
GRUPO MODELO-C	39	8	24.4	6.1	- 멕시코 맥주업체로 멕시코 맥주시장의 64% 담당. Corona 브랜드 보유
NIPPON SUISAN	1	7	13.9	1.1	- 일본 수산물 유통, 가공 업체
SEABOARD CORP	3	7			- 미국 농업, 해상 수송 전문 업체로 주업무는 육류생산 및 가공
INNER MONG YIL-A	11	7	19.7	3.9	- 중국 유제품 전문업체
GOLDEN AGRI-RESO	6	7	17.1	0.8	- 스페인 팜오일 가공 판매 전문업체
MEGMILK SNOW	1	7	14.8	0.7	- 일본 유제품 전문업체. 2000년, 일본 14000명이 동사 유류 세균에 감염, 이후 매출 급감
INGREDION INC	5	7	11.7	1.8	- 옥수수, 밀, 감자와 같은 식품가공 및 음료, 맥주제조산업 영위. 2013년 매출액은 63조 달러
DR PEPPER SNAPPL	11	7	15.6	4.8	- 미국 탄산음료 Dr Pepper 제조업체
JM SMUCKER CO	10	6	16.2	1.9	- Smuckers라는 잼 브랜드로 유명한 미국 유제품 전문업체
ARYZTA AG	8	6	18.3	2.6	- 스위스 음식료 비즈니스 기반 업체. 자회사로 Klemme AG라는 독일 frozen bakery 제조업체 보유
BONGRAIN SA	1	6	11.6	0.7	- 프랑스 음식료 업체로 치즈로 유명한 업체
ITC LTD	43	6	26.2	9.2	- 인도 복합기업, 의류, 종이, 담배 제조, 호텔 운영
NICHIREI CORP	1	6	15.1	1.1	- 일본 1위 아이스크림 전문업체. 가공음식, 물류, 해산물 사업도 영위
INDOFOOD SUKSES	5	6	13.9	2.2	- 인도네시아 음식료업체로 인도네시아 국수 시장의 90% 점유. 그 외 조미료, 간장, 스낵, 커피등의 제품을 생산
KEWPIE	2	6	15.9	1.1	- 일본 마요네즈, 샐러드 드레싱, 가공육 가공 전문업체
NISSHIN SEIFUN	3	6	20.0	1.0	- 일본 인스턴트 누들 전문업체
RUCHI SOYA INDUS	0	6	6.0		- 인도 식용 오일 전문 생산업체
ORKLA ASA	8	6	17.7	1.7	- 노르웨이 음식료, 알루미늄 용해 전문 업체로 동사의 전략 포커스는 브랜드 소비재에 맞춰져 있음
CP POKPHAND CO L	2	6	11.8	2.2	- 홍콩상장의 음식료업체로 아시아 1위 그룹. 농업, 음식료 유통업 영위
GUDANG GARAM TBK	9	6	20.1	3.2	- 인도네시아 5위 담배생산업체
ITOHAM FOODS INC	1	6	18.3	0.8	- 일본 육류 생산, 가공 업체. Pole Wiener, Alt Bayern, Pork Bits, Cheese-In와 같은 브랜드 보유
SAPPORO HOLDINGS	2	6	25.2	1.1	- 일본 가장 오래된 맥주 업체
BARRY CALLEB-REG	7	6	22.0	3.2	- 스웨덴 코코아, 제과 전문업체
TATE & LYLE	5	6	13.1	2.6	- 영국 농업 전문업체로 당류 생산에 특화된 기업
NUTRECO NV	3	6	14.4	2.2	- 독일 육류, 해산물, 동물 사료 생산 전문업체
THAI BEVERAGE	11	6	0.7	0.1	- 대만 음료 전문 업체로 대만 1위, 동남아 1위 음료업체
LORILLARD INC	19	5	16.2	-8.0	- 미국 담배 전문 업체로 Newport, Maverick, Old Gold 브랜드 보유
COCA-COLA AMATIL	6	5	16.0	3.9	- 미국 애틀랜타에 본사를 둔 세계적인 종합음료회사로 코카콜라, 헨타, 미닛메이드 등 27개 브랜드 보유
CONSTELLATION-A	15	5	19.1	2.4	- 미국 와인, 비어 전문 업체로 미국 3위 맥주업체

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치 센터

Global sales top 100 기업 주요 사업별 분류

주요 사업	기 업
1차 곡물가공	ARCHER-DANLS.-MIDL., BUNGE, WILMAR INTL., CONAGRA FOODS, AJINOMOTO, CHAROEN POKPHAND FOODS, NIPPON MEAT PACKERS, CHINA AGRI-INDS.HDG., SUEZSUGAR, CJ CHEILJEDANG, GOLDEN AGRI-RESOURCES, INGREDION, RUCHI SOYA INDUSTRIES, C P POKPHAND, TATE & LYLE
육류, 유가공	JBS ON, TYSON FOODS 'A', DANONE, FONTERRA SHAREHOLDERS.FD., BRF FOODS ON, MEIJI HOLDINGS, NEW HOPE LIUHE 'A', DEAN FOODS, HORMEL FOODS, PILGRIMS PRIDE, KERRY GROUP 'A', SAPUTO, HENA SHUANGHUI INV.& DEV.'A', MORINAGA MILK INDUSTRY, PARMALAT, CHINA MENGNIU DAIRY, NIPPON SUISAN KAISHA, SEABOARD, INNER MONGOLIA YILI INDL.GP.'A', MEGMILK SNOW BRAND, J M SMUCKER, BONGRAIN, KEWPIE, ITOHAM FOODS, NUTRECO
주류	ANHEUSER-BUSCH INBEV, HEINEKEN HLDG., HEINEKEN, FEMSA 'UBD', DIAGEO, ASAHI GROUP HOLDINGS, SABMILLER, AMBEV ON, PERIOD-RICARD, GMODELO 'C', SAPPORO HOLDINGS, CONSTELLATION BRANDS 'A'
담배	JAPAN TOBACCO, BRITISH AMERICAN TOBACCO, IMPERIAL TOBACCO GP., ALTRIA GROUP, REYNOLDS AMERICAN, HM SAMPOERNA, ITC, GUDANG GARAM, LORILLARD, PHILIP MORRIS INTL
기타	PEPSICO, UNILEVER (UK), UNILEVER CERTS., COCA COLA, MONDELEZ INTERNATIONAL CL.A, KIRIN HOLDINGS, ASSOCIATED BRIT.FOODS, KRAFT FOODS GROUP, GENERAL MILLS, KELLOGG, UNI-PRESIDENT ENTS., BIMBO 'A', COCA-COLA FEMSA 'L', CARLSBERG 'B', SUNTORY BEVERAGE & FOOD, TINGYI CYMN.ISLE.HLDG., YAMAZAKI BAKING, COCA-COLA HBC (CDI), MARFRIG ON, COCA COLA ENTS., THE HERSHEY COMPANY, SAVOLA GROUP, DR PEPPER SNAPPLE GROUP, ARYZTA, NICHIREI, INDOFOOD SUKSES MAKMUR, NISSHIN SEIFUN, ORKLA, BARRY CALLEBAUT, THAI BEVERAGE PUBLIC, COCA-COLA AMATIL, ANADOLU EFES BIRACILIK LTD., ITO EN, AC, NISSIN FOODS HOLDINGS, KWEICHOW MOUTAI 'A'

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

[주가 변화가 주는 시사점: 공급 쇼크는 대부분 업체들 주가에 악영향]

- 1) 5번의 경우 모두 음식료 업체들의 주가는 상승했으나, 곡물 가공업과 육류/유가공업 기업들의 주가 변화는 매우 다르게 나타났다. 특히 곡물 가공업체들의 주가는 수요 쇼크에 따른 애그플레이션 시기에는 모두 큰 폭 상승(평균 대비 초과 상승)했으나, 공급 쇼크가 발생한 경우에는 부진한 수익률을 나타냈다.
- 2) 육류, 유가공 업체들의 경우 2002년 케이스에서는 곡물 가공업체들과 마찬가지로 큰 폭의 주가 상승률을 기록했으나, 나머지 경우에는 다소 부진했다.
- 3) 수요 쇼크에 따른 애그플레이션이 발생한 시기에 일반 브랜드 가공식품 회사들의 주가 수익률은 평균에 미치지 못했고, 공급 쇼크가 이끈 애그플레이션 시기에는 상대적으로 방어적인 주가 흐름을 기록한 바 있다.

애그플레이션 동안 글로벌 F&B 기업들의 주가 상승률

(단위: %)

애그플레이션의 원인	100개 업체 평균	곡물 가공업	육류 유가공업	담배	술	기타 가공
'02.04~'04.05 - 수요 쇼크: 중국/인도 소비 증가와 바이오에너지 증가	16.6	29.0	24.9	8.5	15.1	8.9
'07.01~'08.05 - 수요 쇼크: 이머징 마켓 소비 증가 + 유가 등 원자재 급등	11.7	38.7	2.3	7.5	2.5	10.5
'10.04~'10.12 - 수요 증가	9.2	12.0	9.8	18.0	11.0	5.5
'12.04~'12.09 - 공급 쇼크: 미국 중부 지역 가뭄	2.6	-6.1	-2.6	-1.8	10.5	8.1
'14.01~현재 - 공급 축소 우려: 주요 지역 이상 기온	2.9	-2.8	2.4	9.6	1.1	4.6

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

[밸류에이션 변화의 시사점: 애그플레이션 하 밸류에이션 변화는 미미]

- 1) 수요발 인플레이의 경우에는 모두 글로벌 음식료 업체들의 PER이 낮아졌으나, 공급발 인플레이의 경우 평균 PER은 높아졌다.
- 2) 곡물 가공업체들이나 육류/유가공 업체들의 PER은 높아진 경우가 별로 없었다.
- 3) 공급발 인플레이 시기에 주류 기업들이나 일반 브랜드 가공식품 기업들의 PER은 더 높아졌다.
- 4) 하지만 2014년 현재에는 담배 기업들을 제외하고 평균치를 웃도는 PER 상승을 경험한 기업들은 거의 없었다.

애그플레이션 동안 글로벌 F&B 기업들의 PER 상승률

(단위: %)

애그플레이션의 원인	100개 업체 평균	곡물 가공업	육류 유가공업	담배	술	기타 가공
'02.04~'04.05 - 수요 쇼크: 중국/인도 소비 증가와 바이오에너지 증가	-4.9	-3.1	-3.7	4.9	0.9	-11.0
'07.01~'08.05 - 수요 쇼크: 이머징 마켓 소비 증가 + 유가 등 원자재 급등	-7.0	2.7	-9.7	-8.2	-17.3	-4.4
'10.04~'10.12 - 수요 증가	-1.4	-2.6	2.7	3.4	-4.3	-3.2
'12.04~'12.09 - 공급 쇼크: 미국 중부 지역 가뭄	2.3	-1.6	-4.2	-6.1	9.1	7.9
'14.01~현재 - 공급 축소 우려: 주요 지역 이상 기온	4.1	1.2	4.2	9.9	2.8	4.4

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

[EPS 추정치 변화의 시사점: 애그플레이션 상황에서 실적 추정치 드라마틱하게 변화]

- 1) 수요 쇼크 애그플레이션 시기에는 음식료 업체들 전반적으로 (담배만 제외) Forward 12개월 EPS 추정치의 두 자릿수 상향을 경험했다. 반면 공급 쇼크 애그플레이션 하에서는 대부분의 섹터에서 EPS 추정치 변화는 부정적인 방향으로 나타났다.
- 2) 특히 최근 2번의 공급발 곡물 가격 상승기의 경우 곡물 가공업체들의 EPS 추정치는 하향됐다.

애그플레이션 동안 글로벌 F&B 기업들의 PER 상승률

(단위: %)

애그플레이션의 원인		100개 업체 평균	곡물 가공업	육류 유가공업	담배	술	기타 가공
'02.04~'04.05	- 수요 쇼크: 중국/인도 소비 증가와 바이오에너지 증가	26.2	15.5	43.8	5.1	19.8	28.7
'07.01~'08.05	- 수요 쇼크: 이머징 마켓 소비 증가 + 유가 등 원자재 급등	18.3	21.4	10.5	6.3	33.9	18.0
'10.04~'10.12	- 수요 증가	11.2	13.3	9.1	11.9	14.8	10.5
'12.04~'12.09	- 공급 쇼크: 미국 중부 지역 가뭄	2.1	-3.2	0.0	8.6	3.3	3.5
'14.01~현재	- 공급 축소 우려: 주요 지역 이상 기온	-0.9	-5.1	0.2	-0.5	-1.5	0.2

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터

잠재 애그플레이션에 취약한 한국 음식료 실적과 주가

2014년 공급 쇼크에 의한 애그플레이션이 현실화될 경우, 음식료 기업들의 실적과 주가는 2012년 상황을 재현할 가능성이 높다. 최근 글로벌 음식료 섹터의 주가 움직임과 실적 추정치 변화는 그 시그널이다. 공급 쇼크에 의한 애그플레이션은 음식료 섹터 전반에 있어 실적의 지체, 또 그 결과로서 주가의 지체 요인임은 자명하다. 앞으로 섹터 전반에 대한 위험 관리가 필요한 국면이다. 특히나 한국 음식료 섹터의 경우 2013년 하반기 이후 원가 안정에 더하여, 새 정부 초기의 생필품 가격 규제 공백 동안 제품 가격을 적극적으로 인상한 덕에 주가가 오르면서 평균적인 밸류에이션 프리미엄도 상당히 확대된 상태이다. 지난 6개월 간 이 섹터의 KOSPI 대비 주가 수익률은 11%p, 현재 Forward 12개월 기준 PER은 15.3배(KOSPI 대비 52% 프리미엄 상태)로 높은 수준이다.

2. ‘Sourcing’과 ‘Pricing’, 가장 강력한 무기

Sourcing과 pricing이 강해야 하는 이유

그렇다면 공급망 애그플레이션 하에서도 실적 안정성을 유지할 수 있는 기업들에 대한 선별적 접근이 중요해 보인다. 아주 단순하게는 이미 글로벌화된 불균형의 땅인 음식의 제국에서, 1) 어떤 기업이 장기적으로 필요한 자원을 원활하게 확보(sourcing)하여, 그것을 기반으로 한 제조품들을 적절한 마진에 팔 수 있는지, 2) 혹은 그 어떤 원가 환경에서라도 마진을 보존할 수 있는 pricing power를 가졌는지에 따라 실적 안정성은 달라질 것이다.

중소형 곡물 가공 업체 피하고, 원재료 위험 관리 가능한 대형 업체 주목

한국 음식료 산업은 해외 수입 원재료에 대한 의존도가 높다. 직접 조달을 하건, 국내 조달책을 한 번 거쳐 구매하건 간에 (시차의 차이만 있을 뿐) 국제 원재료 가격의 변동성에 어떤 방식으로든 노출되어 있다. 다만 얼마나 원재료 종류와 구매처가 다변화되어 있는지, 혹은 대규모 원재료 조달을 독자적으로 수행할 능력이 있는지가 기업의 장기적 원가를 결정한다.

중소형 곡물 가공업체들은 대부분 피해가 예상되는 반면, CJ제일제당의 경우 5대 곡물 메이저로부터 곡물을 매입하지 않고 국제 시장에서 스스로 조달해 왔기 때문에 장기적으로는 소싱 능력 우위를 보일 수 있다는 판단이다. 또 원재료 다변화가 잘 이뤄진 기업들도 상대적으로 안정적 실적 성장에 유리하다.

KT&G 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액	매입처
담배	잎담배, 판상엽, 담배부산물	담배제조	355.5	경작인, 미국, 브라질, (주)태아산업
	담배재료품, 포장지, 포장재료품	담배제조	377.0	(주) 동양물산 등
	저장품	기계정비	14.4	하우니(독일) 등
홍삼	수삼	제품제조	340.6	경작인
	지함상자 등	제품제조	29.1	(주)두선산업 등
	과당, 저당 등	제품제조	14.4	(주)네오크레마 등
	녹용, 당귀 등	제품제조	1.504	동경종합상사 등

자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터

CJ 제일제당 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액	매입처
식품사업 및 생명공학사업	원당	설탕제조	467.5	수입
	원맥	밀가루제조	218.4	수입
	대두	식용유제조	321.9	수입
	옥수수	사료제조	384.5	수입
물류사업	경유		34.9	국내

자료: CJ제일제당, 우리투자증권 리서치센터

하이트진로 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액	매입처
맥주	맥아	맥주제조	96.2	
	포장재료		124.7	
	기타		8.5	
소주	주정	소주제조	196.2	
	포장재료		63.6	
	포장재료		63.6	
	포장재료		63.6	

자료: 하이트진로, 우리투자증권 리서치센터

롯데칠성 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액	매입처
음료제조	당분류	원재료	95.8	CJ, 대상 등
	오렌지농축액		24.9	롯데상사 등
	유가공품		19.2	롯데푸드, 부산경남우유 협동조합 등
	기타		152.2	롯데푸드 등
	공간	부재료	164.0	롯데알미늄, 한일제관, 삼광유리 등
	페트병		76.6	롯데알미늄, 효성, 삼양사, 한일제고나 등
	기타		68.5	롯데알미늄, 삼화왕관, 두일캡 등
주류제조	주정	원재료	63.5	대한주정판매
	위스키원액		9.1	Angus dundee, Inverspey
	기타		44.6	
	공병	부재료	34.8	테크팩솔루션, 삼광유리 등
	기타		24.9	

자료: 롯데칠성, 우리투자증권 리서치센터

농심 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액	매입처
식품사업	소맥분외	라면 및 백제조	726.6	대한제분 외
	포장재외		295.5	울촌화학외
	켈로그외		219.9	농심켈로그외

자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터

대상 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	매입액	매입처
대상(주) 식품	원당,당밀	7.9	Cargill, United Molasses 외
	고추	7.0	아그로닉스 외
	커피원두	4.3	LDC, colombia EXCELSO 외
대상(주) 소재	옥수수	175.4	Cargill 외
PT MIWON INDONESIA	원당/당밀	24.6	CJIA, PTPn
	PP/PET	20.7	한화, TPC
MIWON VIETNAM	당밀	3.4	-
	DGA	14.7	-
	타피오카	9.8	-
대상에프앤에프(주)	배추, 질임배추	32.5	아그로닉스 외

자료: 대상, 우리투자증권 리서치센터

삼양사 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액	매입처
식품	원당	설탕주원료	2.3	호주, 태국, 과테말라
	기타		2.3	

자료: 삼양사, 우리투자증권 리서치센터

삼양제넥스 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액
식품	옥수수	전분 및 전분당 제조	200.2
	기타	전분 및 전분당 제조	17.7

자료: 삼양제넥스, 우리투자증권 리서치센터

매일유업 주요 원재료 매입 내역

(단위: 십억원)

사업부문	품목	용도	매입액
유제품	치즈 외	치즈 및 가공식품 제조	206.1
	원유 외	우유	396.0
	식물성유지 외	가공식품제조	138.8

자료: 매일유업, 우리투자증권 리서치센터

정부의 물가 관리 태도가 달라질 여지

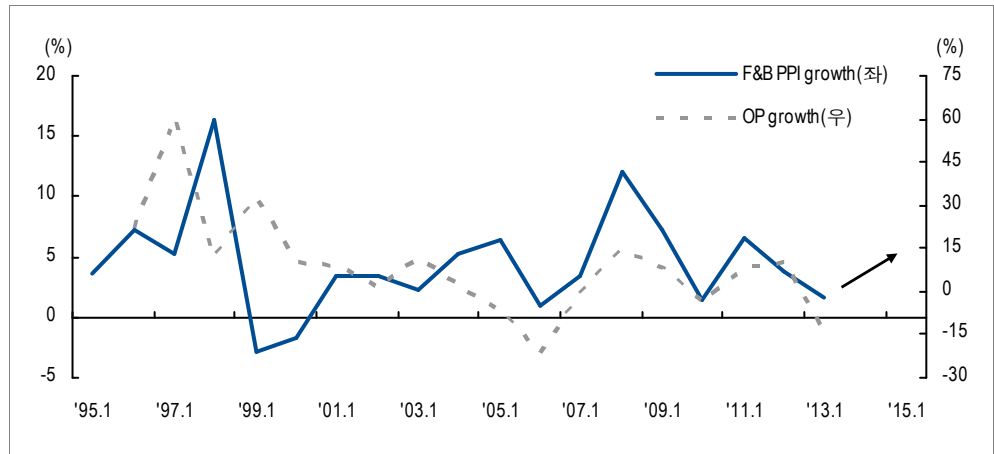
최근 들어 잦아진 음식료 제품 가격 인상 흐름이 지속될 것인지는 (특히 애그플레이션 환경 하에서라면) 정부의 물가 관리 태도에 달렸다고 판단된다. 따라서 가격 인상의 환경이 어찌되었든 핵심 브랜드의 pricing power가 강한 기업들, 혹은 잠재적인 가격 인상 여력이 높아진 기업들에 주목할 만하다. 지난 4분기 이후 많은 음식료 기업들이 주요 제품 가격 인상을 단행한 상태이기 때문에, 당사는 농심과 같이 그간 가격 인상이 상당 기간 좌절되면서 여타 대체재와의 가격 괴리가 큰 아이тем들이 갖고 있는 기회가 더 매력적이라고 판단한다.

최근 음식료 제품들의 가격 인상 러시

날짜	회사	내용	가격 인상폭
2014.03.26	동아오츠카	포카리스웨트(6.1%), 데미소다(7.7%), 오란씨(8.8%), 나랑드 사이다(10.5%), 컨피던스(10.9%), 데자와(11.3%)인상	6.1~11.3%
2014.03.20	CJ 제일제당	조미료제품, 액젓, 당면, 절임류 가격 인상	평균 8.3%
2014.02.14	삼립식품	전체 빵류 제품 703 중 가운데 약 25%에 해당하는 총 175 종 인상	6.5%
2014.02.10	롯데칠성	칠성사이다, 팍시콜라 등 일부 음료제품	7.1~10%
2014.02.09	크라운제과	빅파이 등 7개 제품	7.5%
2014.02.07	농심	새우깡 등 스낵류, 즉석밥, 음료 등	5~6%
2014.02.03	탐앤탐스	커피류를 200 원, 라떼류를 300 원 올릴 계획	1000 원~2000 원
2014.01.24	도미노피자	피자 7 종의 가격을 인상	~13.3%
2014.01.23	롯데칠성	사이다·콜라 등 업소용 음료가격 인상	7.3%
2014.01.06	SPC 그룹	파리바게트의 640 여 품목 중 193 여개 품목의 가격을 평균 7.3% 인상	8.7%
2013.12.26	해태제과	에이스 16.7%, 오에스 14.3%, 홈런볼 7.1% 인상	11.9%
2013.12.26	오리온	초코파이 20%, 후레쉬베리 6.7%, 참봉어빵 8%, 고소미 25% 인상	6.5%
2013.12.24	코카콜라	코카콜라 6.5%, 스프라이트 6.1%, 파워에이드 4.5% 인상	11.5%
2013.12.03	스타벅스코리아	스타벅스, 베이글 리뉴얼 가격 ↑...제빵류 인상 '신호'?	10%
2013.11.18	서울유유	서울유유, 분유·버터 가격 10%안팎 인상	10~16.7%
2013.11.11	빙그레	빙그레, '투게더' '엑셀런트' 가격 인상	8.9%
2013.11.01	서울유유	서울유유, 발효유 가격 8.9% 인상	11%
2013.11.01	롯데제과	롯데제과, 대형마트·편의점 가격 인상·최대 19%	9~11%
2013.10.25	롯데제과	원료가격 논란 속 과자값 인상 강행	7~15%
2013.10.23	대형마트	PB 브랜드 우유 제품 가격 인상	6.6~12.3%
2013.10.01	빙그레, 매일유업, 남양유업	빙그레 커피음료, 매일·남양 발효유 가격 줄줄이 인상	8.5%
2013.09.26	남양유업	남양유업 우윳값 L 당 200 원 인상	9.2~11.4%
2013.09.24	매일유업	매일유업, 발효유·치즈가격 인상	7.3~8.3%
2013.09.23	빙그레	빙그레, '바나나맛우유' 가격 8.3% ↑	7%
2013.09.22	동원 F&B	동원 F&B 우윳값 L 당 244 원 ↑, 매일·남양·빙그레도 곧 올릴 듯	지난해 이후 28.4%
2013.07.19	오리온	오리온 초코파이 가격 지나치게 올라	7~15%
2013.04.15	동원 F&B, CJ 제일제당, 오뚜기	식품업계 우회 가격인상에 동네슈퍼들 '울상'	20~30%
2013.04.03	오리온	밀가루값 올랐으면 얼마나 올랐다고... 오리온 과자값 20~30% 인상	25%
2013.03.04	CJ 제일제당	빠 한마디에...CJ, 설탕값 인하	8~9%
2013.02.19	삼양사	삼양사도 밀가루값 인상...감자칩·김치도 '들썩'	10%
2013.02.18	샘표, 대상, CJ 제일제당	고추장·간장 가격 줄줄이 오른다	8~9%
2013.01.16	롯데주류	소주 '처음처럼' 19일부터 값 인상...한자릿수	8.6%
2013.01.10	대한제분	대한제분, 밀가루값 8.6% 인상	8.6%
2013.01.08	CJ 제일제당	CJ 제일제당, 밀가루값 8.8% 인상	8.8%

자료: 보도 자료를 바탕으로 우리투자증권 리서치센터 정리

가격 인상 여부는 제일 중요한 이익 결정 변수



자료: 통계청, 우리투자증권 리서치센터

3. 라이벌과의 공모: 뚜렷해지는 합종연횡 트렌드

새로운 시장이 꼭
해외는 아닌 법

기업들은 새로운 시장을 개척할 수 있으면 좀 더 안정적인 이익을 보장받을 수 있다. 물론 (가장 강력한 ‘신시장’인) 해외 직접 진출이란 것이 기업으로선 장기간 저수익 혹은 손실을 감내해야 하는 프로젝트이고, 소액주주의 이해관계에 반하는 측면도 있는 것은 사실이다. 그래서 당사 리서치센터는 기업들이 ‘신시장’을 개척한다며 굳이 외국에 생산 시설을 짓고 그곳에서 매출과 이익을 창출하는 직접적인 경로를 따르지 않더라도, 핵심 수요를 증가시킬 방안이 있다면 오히려 기업가치에 긍정적이라고 판단했다.

이유 있는 ‘적과의
동침’

때마침 라이벌 아닌 라이벌과의 공조를 통한 시장 확장이 글로벌 트렌드가 되고 있다. 예를 들면 롯데제과가 (가나 초콜릿 브랜드 보유했음에도 불구하고) 허쉬 초콜릿의 한국 판매를 대행하는 것을 예로 들 수 있다. 시간이 갈수록 소비자들은 글로벌화된 입맛과 해외 브랜드에 대한 경험을 기반으로 까다로운 기준을 요구할 것이고, 국내 음식료 기업들 중 글로벌 브랜드 판매대행, 기술 제휴나 협력 등의 트렌드를 잘 활용하는 기업들은 실적 안정화의 기반을 하나 더 가지게 될 것이다. 이러한 측면에서는 롯데제과와 농심의 성장 잠재력에 주목한다.

주요 음식료 업체들의 합종연횡 현황

기업	구분	내용
CJ 제일제당	합자회사(외자계)	1) 1988.11 인도네시아 조미료, 라이신 합작공장 계약 체결 2) 2008.08. 중국 북대항그룹과 하얼빈에 곡물가공 합자법인 설립 3) 2009. 09. CJ Toyota Tsusho Philippines 합작회사 설립 4) 2011.05. Ebara CJ Fresh Foods Inc. 일본 CJ 표 김치 유통을 위하여 일본 Ebara사와 각각 50% 지분 투자, 법인 자본금 규모 70 억원 규모의 합작회사 설립 5) 2014.02.28 일본 종합상사 스미토모사와 베트남 밀가루 시장 공략을 위해 500 억원 투자, CJ-SC GLOBAL MILLING 합자법인 설립, 베트남 밀가루 시장에 진출. CJ 제일제당 51%출자, 스미토모 49% 투자 6) 지분 50%, CJ FRESHWAY HOALAM CO., LTD 7) 지분 60%, CJ DCH GUANGDONG FROZEN FOOD CO., LTD. 8) 지분 50%, CJ SOHO (BEIJING) CO., LTD
	전략적 제휴	1) 2007.04. 일본 LION 社, 제약 OTC 부문 전략적 제휴 2) 1992.05. HORMEL 社 1992~2015 육가공 기술 기술계약을 통해 스팸생산 3) 2009.09 한국 MSD 와 CJ 제일제당 제약사업본부가 한국 MSD 의 천식 및 알레르기 비염 치료제인 싱글레어의 국내 마케팅 및 영업에 대한 전략적 제휴 체결
농심	합자회사(외자계)	1) 1980.03. 켈로그와 제휴&합작으로 농심켈로그 탄생 현재 대다수의 지분과 경영권은 켈로그 본사가 가지고 있으며 83년 9월 안성 공장 설립 후 생산시작 2) 2007.09. 한국카레하우스(주) 설립. 하우스식품 60%, 이피방야 20%, 농심 20% 지분소유
	전략적 제휴	1) 2013.10. 네슬레 제과류에 대한 영업 및 마케팅 제휴 2) 일본 카메다제과와 기술제휴로 안주용 스낵 ‘츠마미타네’ 개발 3) 세계적 차 전문기업인 이토엔과의 기술 제휴를 통해 국내에서 생산하며, 티(tea)마스터가 엄선한 차잎을 우려내 정통 홍차의 맛과 향을 그대로 재현한 ‘이토엔 티스티 클래식’, ‘이토엔 티스티 라떼’ 생산 4) 미국 웰치사와 기술제휴
	타브랜드 수입유통	1) 2006. 아지노모도 회사의 스프브랜드 ‘보노’ 수입유통 2) 덴마크 톨립사, 톨립햄 수입유통 3) 이탈리아 ‘바릴라 파스타’ 수입유통 4) 스페인 ‘쥬파츨스’수입유통 5) 프랑스 ‘블랙페퍼콘 그라인더’ 수입유통 6) 일본 아지노모토사의 ‘혼다시’ 수입유통 7) 스페인 알쿠니아의 ‘알쿠니아’ 황도 수입유통 8) 미국 몰튼솔트 회사의 ‘몰튼 소금’ 수입유통
롯데칠성	합자회사(외자계)	1) 2005.11. 롯데오더리음료유한공사 설립 (롯데칠성음료, 中립허창다실업유한공사와 합자) 2) LOTTE MGS Beverage Co., Ltd. 미얀마 MGS Beverage 와 합작법인. 지분 70%보유
	전략적 제휴	1) 1976.08. 미국 펄스콜라와 생산 판매계약 체결 2) 1982.12. 미국 델몬트사와 주스생산 및 판매기술 제휴 체결 2011.01. 펄스 립톤 인터내셔널과 계약, 독점생산 및 판매
	타브랜드 수입유통	1) 롯데아사히주류를 통해 일본 ‘아사히’맥주 공급 2) 롯데칠성 주류부문: 카르멘(칠레), 산타 캐롤리나(칠레), 반피(이탈리아), 옐로 테일(호주), 팬폴즈(호주), 켄우드(미국) 등 와인 수입유통 3) 에비앙, ‘볼빅’ 수입유통
	해외 진출시 타기업과의 제휴, 협력	1) 미얀마 농림식품부와 초등학교 우유급식사업 진행 MOU 체결 2) 2011.11. 허난성 최대 주류업체인 뤼양두강그룹과 경제무역합작 양해각서 체결

자료: 보도자료 및 각 기업 사이트를 이용, 우리투자증권 리서치센터 정리

주요 음식료 업체들의 합종연횡 현황(계속)

기업	구분	내용
동서식품	합자회사(외자계)	1) 1968. 미국 크래프트사와 합작법인 설립
	전략적 제휴	1) 1970. 제너럴푸드(현 크래프트)와 기술제휴로 커피브랜드 '맥스웰하우스' 생산시작 2) 1980. 기술제휴 통해 대한민국 최초의 인스턴트커피 맥심 생산 3) 서울우유와 제휴, 컵커피 음료시장 진출 4) 커피브랜드 이디야와 R&D 협약 5) 2006. 커피전문점 스타벅스와 제휴 시작 (스타벅스 디스커버리즈)
	타브랜드 수입유통	1) 2014.05. 캡슐커피머신 '타시모' 국내 유통 판매 2) 2005.12. 스타벅스 액상 커피음료의 수입, 제조 및 판매 라이선스 체결. 대상은 커피, 모카, 캐러멜 등 세가지 종류 프라푸치노 커피 3) 2011. 08. 에너지음료 '레드불' 수입유통 4) 미국의 넘버원 베이컨 제품 '오스카마이어' 수입유통 5) 미국 크래프트푸드 자회사인 나비스코푸드 '오레오' 유통판매 6) 샌드 '리츠' 수입판매
롯데제과	합자회사(외자계)	1) 1995.02 롯데 필리핀 합작회사 설립
	전략적 제휴	1) 길리안 씨셀 기술제휴 및 판매 2) 펄시 글로벌 연구소와의 기술제휴를 통해 도리토스 개발 3) 2007.01 미 허쉬사와 전략적 제휴 통해 중국 시장 내 초콜릿 사업 제휴. 향후 미국 시장 내 허쉬사 유통망을 통한 자일리톨 겜 판매 예정
	해외 진출시 타기업과의 제휴, 협력	1) 중국 빙과시장 진출 목적, 산둥성 웨이하이에 한중 합자회사인 산둥평청냉음유한공사 대주주로 참여
오뚜기	전략적 제휴	1) Dole 사의 후르츠캐테일통조림 제조, 오투기 판매 2) 미국 Morning Star 사의 토마토페이스트 제조, 오투기 판매
	타브랜드 수입유통	1) 홍콩 이금기 소스 수입 유통, 10 품목 대상 2) 타바스코 핫소스, 1987년부터 수입판매 3) 이탈리아 '프레스코' 파스타 수입판매 4) 미국 Seneca 사의 스위트콘 수입판매
	해외 진출시 타기업과의 제휴, 협력	1) 오투기 물류, 일본 식품물류전문기업인 KRS(큐소유통시스템)과의 업무 제휴 2) 네이처메이드 제품의 한국 내 유통 판매를 위해 (주)은누리와의 전략적 업무제휴 체결 3) NH 식품-오뚜기 전략적 사업 제휴 2008년 11월 기타 : 2014년 5월부터 한국 맥도날드, 30년 하인즈와 결별, 오투기 케첩 공급
롯데푸드	합자회사(외자계)	1) 네슬레와 합작회사 설립(롯데네슬레코리아): 각각 50%지분투자. 커피시장점유율 회복 목적
	전략적 제휴	1) 1981.08. 일본 후지제유와 기술제휴 2) 1987.01 서독 발터라우사와 기술제휴 3) 1985.08. 미국 Fantasy 사와 기술제약
	타브랜드 수입유통	1) 2003.11. 폰즈 올리브유 수입판매 2) 1999.07. 일본 후지푸드사 기술제공 계약체결

자료: 보도자료 및 각 기업 사이트를 이용, 우리투자증권 리서치센터 정리

4. 투자전략

공격적 실적 가정보다 리스크 관리 필요

공급 충격발 애그플레이션 발생 우려가 되살아나는 가운데, 한국 음식료 섹터에 대한 재점검이 필요한 시점이다. 2013년 전반적인 원재료 가격 안정 및 제품 가격 인상 러시라는 겹호재가 마무리되는 국면이다. 예상보다 가혹한 환경에서도 이익을 안정적으로 낼 수 있는 기업은 어디인지, 또 결정적으로 그러한 환경 하에서 음식료 섹터가 현재 누리고 있는 밸류에이션 프리미엄이 편안하게 계속될 수 있을지 의문이다.

당분간은 공격적인 실적 가정보다는 리스크 관리가 필요해 보인다. 업종 전반에 대한 투자의견을 Neutral로 하향하며, 1) 애그플레이션 파고를 ‘sourcing’과 ‘pricing’의 힘으로 넘을 수 있는 종목, 혹은 2) 글로벌 업체들과의 합종연횡을 통해 새로운 소비자들을 끌어들이 수 있는 기업들에 대한 관심이 필요해 보인다. CJ제일제당, 농심을 선호주로 추천한다.

음식료 섹터 at a glance

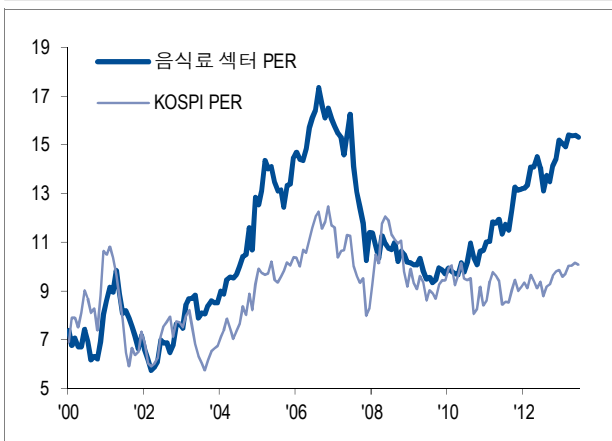
(단위: 십억원, 원, 배, %)

종목명		CJ 제일제당	농심	롯데제과	오리온	빙그레	롯데칠성	KT&G	하이트진로
종목코드		097950.KS	004370.KS	004990.KS	001800.KS	005180.KS	005300.KS	033780.KS	000080.KS
최근종가(원)		319,000	293,500	1,695,000	824,000	88,300	1,493,000	86,100	24,050
시가총액(십억원)		4,179	1,785	2,409	4,923	870	1,847	11,821	1,687
투자의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표주가(원)		390,000	358,000	2,180,000	980,000	100,000	1,700,000	86,000	25,000
상승여력(%)		22.3	22.0	28.6	18.9	13.3	13.9	-0.1	4.0
매출액	2013E	10,847	1,847	1,937	2,338	803	2,222	3,822	1,912
	2014F	12,164	1,913	2,041	2,554	889	2,377	4,027	1,943
	2015F	12,925	1,983	2,132	2,747	950	2,468	4,117	2,026
영업이익	2013E	346	84	84	263	51	171	1,013	172
	2014F	572	118	103	296	68	183	1,037	172
	2015F	729	141	130	357	77	182	1,073	193
순이익	2013E	64	86	83	149	39	105	568	97
	2014F	211	110	102	168	56	111	747	94
	2015F	284	131	134	208	64	109	793	105
EPS	2013E	4,688	3,956	14,060	24,927	84,427	58,727	1,380	4,134
	2014F	15,882	5,716	18,012	28,060	89,393	72,039	1,325	5,438
	2015F	21,491	6,494	21,472	34,887	87,913	94,269	1,489	5,774
PER	2013E	68.1	20.9	28.9	33.1	22.3	17.7	20.8	17.4
	2014F	20.1	16.3	23.5	29.4	15.4	16.7	15.8	18.2
	2015F	14.8	13.7	18.0	23.6	13.6	17.0	14.9	16.1
PBR	2013E	1.5	1.2	0.8	4.3	1.8	0.9	2.2	1.1
	2014F	1.4	1.1	0.9	3.6	1.6	0.9	2.0	1.1
	2015F	1.2	1.0	0.9	3.0	1.4	0.8	1.8	1.0
EV/EBITDA	2013E	14.2	7.0	18.2	17.3	10.7	8.4	7.7	8.3
	2014F	10.6	6.6	15.1	15.1	8.0	8.1	7.6	
	2015F	9.0	5.5	12.7	13.0	6.9	7.8	7.3	7.5
ROE(%)	2013E	2.2	5.8	3.0	14.2	8.7	4.5	11.0	6.8
	2014F	7.3	7.2	3.6	14.0	11.7	4.6	13.8	6.5
	2015F	9.2	8.1	4.6	15.3	12.1	4.3	13.7	7.1
ROA(%)	2013E	0.6	4.1	2.0	6.2	7.0	2.7	8.2	2.6
	2014F	2.3	5.0	2.4	6.7	9.4	2.8	10.7	2.4
	2015F	3.4	5.9	3.0	7.9	9.8	2.6	10.8	2.8

주: 5월 8일 종가 기준

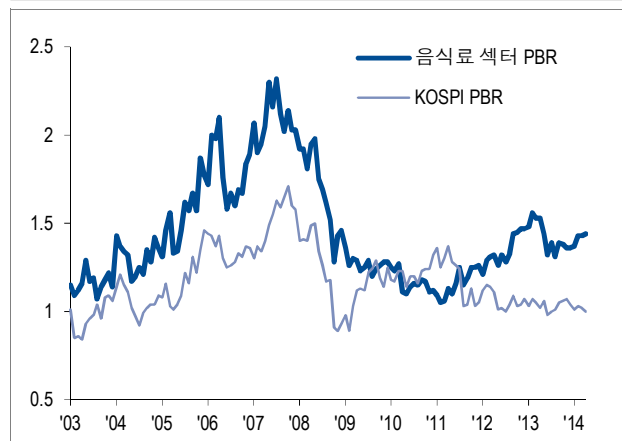
자료: 각 사, 우리투자증권 리서치센터 전망

음식료 섹터 PER 트렌드



자료: Quantwise, 우리투자증권 리서치센터

음식료 섹터 PBR 트렌드



자료: Quantwise, 우리투자증권 리서치 센터

2014. 5. 12
Company Report

CJ제일제당 (097950.KS)

Buy (유지)

목표주가 390,000원 (상향)

현재가 ('14/05/08) 319,000원

업종 음식료

KOSPI 1,950.60

KOSDAQ 546.89

시가총액(보통주) 4,178.9십억원

발행주식수(보통주) 13.1백만주

52주 최고가('14/05/08) 319,000원

최저가('13/08/22) 245,000원

평균거래대금(60일) 13.1십억원

배당수익률(2013) 0.65%

외국인지분율 14.6%

주요주주

CJ 외 6인 38.0%

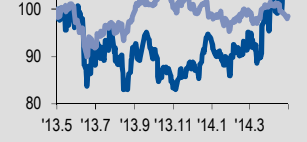
국민연금공단 13.2%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 19.9 29.7 8.1

상대수익률 18.2 32.0 8.5

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@wooriwm.com

곡물가격 변동성을 압도하는 bottom up 매력

글로벌 곡물 메이저에 기대지 않고 해외 시장에서 대규모 원재료 소싱할 수 있는 몇 안되는 주체. 라이신, 사료와 같은 1차 산업의 해외 사업 규모도 계속 커지고 있어 불균형 심화되는 글로벌 식품 시장에서 지위 강화 예상. 목표주가 39만원으로 상향

소재식품 부문 이익 약화되나 기여도 미미

- 최근 곡물가격 급등을 반영, 2014년과 2015년 대두와 옥수수 가격 추정치를 기존 대비 각각 13%, 30%와 14%, 29% 높여 잡음. CJ제일제당의 소재식품 부문 영업이익도 동 기간 각각 2%, 27% 하향 조정한 713억원과 691억원으로 추정
- 원재료 해외 소싱에 의존하고 있기 때문에 곡물 가격 변동에 취약할 수밖에 없는 사업. 다만 전체 연결 영업이익에서 동 부문이 차지하는 비중은 17% 수준으로 높지 않음

라이신 업계 구조조정 가능성 고조

- 소재식품보다는 바이오 부문의 턴어라운드에 주목. 글로벌 라이신 산업의 공급 초과 상태는 계속되고 있으나, 최근 중국 1위 업체인 GBT가 대규모 실적 악화를 기록하고 감산 및 자산 매각 절차에 돌입하는 등 산업 구조 조정 진행. 빠르면 3분기부터 라이신 가격 반등 기대
- 가공식품 부문에서 산업 환경 호조에 기대기보다는 자체적인 구조조정을 통해 적정 마진을 높여가고 있다는 점도 긍정적

Buy 투자의견 유지, 목표주가 39만원으로 상향

- CJ제일제당에 대한 Buy 투자의견을 지속하며 목표주가를 기존 34만원에서 36만원으로 소폭 상향. 1) 곡물가격 상승에 따른 소재식품 부문 추정치 하향에도 불구하고, 2) 라이신 가격 가정을 기존보다 5% 높여 잡았고, 3) 가공식품 부문 수익성 개선 추세를 반영하여 이익 14~15년 이익추정치를 각각 20%, 10% 상향했으며, 4) 밸류에이션 베이스를 2014~2015 가중 평균으로 변경했기 때문

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	9,878	51.1	616	6.2	255	19,299	-16.6	18.4	1.7	12.1	9.0	136.8	4,178
2013	10,848	9.8	345	3.2	117	8,722	-54.8	31.8	1.4	14.9	4.0	170.2	5,179
2014E	12,195	12.4	571	4.7	211	15,888	82.2	20.1	1.6	11.9	7.2	164.1	5,100
2015F	13,024	6.8	689	5.3	272	20,605	29.7	15.5	1.4	10.4	8.9	152.8	4,765
2016F	13,714	5.3	772	5.6	332	25,164	22.1	12.7	1.3	9.4	10.0	142.4	4,329

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준. 대한통운 포함한 수치

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

CJ 제일제당 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	10,847.7	12,195.0	13,023.9	13,713.6
	- 수정 전	9,877.5	10,847.7	12,091.4	12,921.9
	- 변동률	9.8	12.4	7.7	6.1
영업이익	- 수정 후	345.5	570.9	689.0	771.8
	- 수정 전	615.5	345.5	579.1	725.6
	- 변동률	-43.9	65.3	19.0	6.4
영업이익률(수정후)		3.2	3.2	4.7	5.3
EBITDA		726.8	964.1	1,080.8	1,157.8
(지배지분)순이익		116.7	210.6	272.4	332.1
EPS	- 수정 후	8,722	15,888	20,605	25,164
	- 수정 전	19,299	8,722	16,286	22,305
	- 변동률	-54.8	82.2	26.5	12.8
PER		31.8	20.1	15.5	12.7
PBR		1.4	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA		14.9	11.9	10.4	9.4
ROE		4.0	7.2	8.9	10.0

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임. EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 순이익, 지배지분 자기자본 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

CJ 제일제당 가치합산(Sum-of-the-Parts) 방식으로 산출된 목표주가 39 만원

(단위: 십억원, 원)

부문	추정 이익 기여도(%)	3년 CAGR(%)	적용 배수(배)	가치	주당가치
영업가치				4,565	348,474
가공식품	49.0	21.2	18	2,598	198,340
소재식품	16.7	-3.5	13	639	48,795
바이오	13.3	39.3	15	588	44,922
기타	20.9	5.7	12	739	56,417
주요 지분 가치				550	41,960
대한통운			시장가격의 70%	351	26,802
삼성생명			시장가격의 70%	199	15,157
Total				5,115	390,434

주: 영업가치 산정 기준 이익=(2014년 대한통운 제외 연결 영업이익-순이자비용)*(1-t)

자료: CJ제일제당, 우리투자증권 리서치센터 전망

주요 곡물 가격 상승률 가정 변화

(단위: c/bushel, %)

	새로운 추정치		기존 추정치		변화율	
	2014E	2015F	2014E	2015F	2014E	2015F
소맥	706.5	725.0	701.1	716.8	0.8	1.1
대두	1,421.5	1,550.0	1,259.5	1,197.0	12.9	29.5
옥수수	521.2	625.0	456.0	483.0	14.3	29.4

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

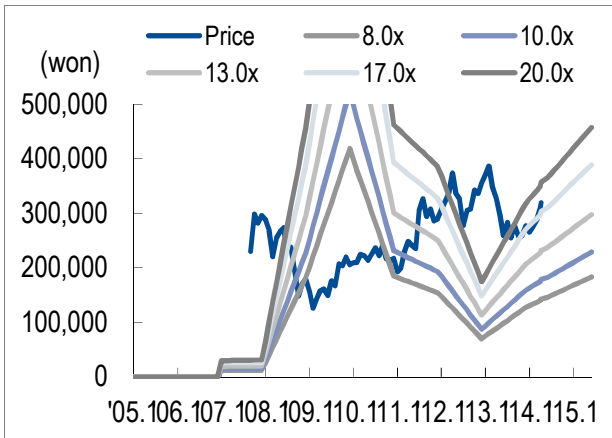
CJ 제일제당의 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액						
Total	9,126	9,881	10,847	12,195	13,024	13,714
CJ대한통운 제외	6,538	7,108	7,212	7,561	7,965	8,443
식품 부문	3,648	3,885	3,768	3,861	4,034	4,253
소재식품	1,754	1,785	1,748	1,752	1,771	1,798
가공식품	1,894	2,100	2,020	2,109	2,263	2,455
사료 부문	1,149	1,297	1,549	1,673	1,790	1,898
생명과학 부문	1,742	1,926	1,894	2,027	2,141	2,292
바이오	1,317	1,474	1,474	1,583	1,678	1,811
제약	425	452	420	443	463	482
매출액 성장률						
Total	57.9	8.3	9.8	12.4	6.8	5.3
CJ대한통운 제외	13.2	8.7	1.5	4.8	5.4	6.0
식품 부문	12.7	6.5	-3.0	2.5	4.5	5.4
소재식품	14.3	1.7	-2.1	0.2	1.1	1.5
가공식품	11.3	10.9	-3.8	4.4	7.3	8.5
사료 부문	2.0	12.9	19.5	8.0	7.0	6.0
생명과학 부문	23.1	10.6	-1.7	7.0	5.7	7.1
바이오	25.2	11.9	0.0	7.4	6.0	7.9
제약	16.8	6.5	-7.0	5.5	4.5	4.0
영업이익						
Total	585	631	346	571	689	772
CJ대한통운 제외	460	502	348	427	493	566
식품 부문	150	207	223	280	298	332
소재식품	-2	80	73	71	64	66
가공식품	152	127	149	209	234	266
사료 부문	33	51	52	52	63	75
생명과학 부문	277	244	73	94	132	159
바이오	233	227	44	57	94	119
제약	44	18	29	37	38	40
영업이익률						
Total	6.4	6.4	3.2	4.7	5.3	5.6
CJ대한통운 제외	7.0	7.1	4.8	5.6	6.2	6.7
식품 부문	4.1	5.3	5.9	7.3	7.4	7.8
소재식품	-0.1	4.5	4.2	4.1	3.6	3.7
가공식품	8.0	6.0	7.4	9.9	10.3	10.8
사료 부문	2.9	3.9	3.4	3.1	3.5	3.9
생명과학 부문	15.9	12.7	3.9	4.6	6.2	6.9
바이오	17.7	15.4	3.0	3.6	5.6	6.6
제약	10.5	3.9	7.0	8.3	8.3	8.3
영업이익 성장률						
Total	29.1	7.9	-45.2	65.2	20.7	12.0
CJ대한통운 제외	1.5	9.2	-30.6	22.5	15.6	14.7
식품 부문	-27.4	38.0	7.7	26.0	6.1	11.4
소재식품	적전	흑전	-7.9	-2.8	-10.0	2.8
가공식품	18.1	-16.4	17.6	40.2	11.6	13.8
사료 부문	-16.5	53.8	2.1	0.3	20.6	18.0
생명과학 부문	33.9	-11.8	-70.0	27.6	41.2	20.5
바이오	35.5	-2.5	-80.5	28.9	65.0	27.2
제약	26.1	-60.4	66.5	25.5	4.5	4.0

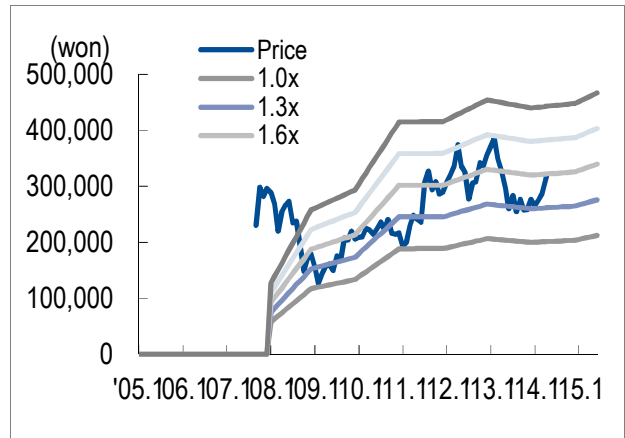
자료: CJ 제일제당, 우리투자증권 리서치센터 전망

CJ 제일제당의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

CJ 제일제당의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

중국 라이신 가격 추이



자료: CEIC, 우리투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	10,848	12,195	13,024	13,714
증감률 (%)	9.8	12.4	6.8	5.3
매출원가	8,770	10,000	10,684	11,196
매출총이익	2,078	2,195	2,340	2,517
Gross 마진 (%)	19.2	18.0	18.0	18.4
판매비와 일반관리비	1,733	1,624	1,651	1,746
영업이익 (GP-SG&A)	345	571	689	772
증감률 (%)	-43.9	65.3	20.7	12.0
OP 마진 (%)	3.2	4.7	5.3	5.6
EBITDA	727	964	1,081	1,158
영업외손익	-219	-222	-187	-152
금융수익(비용)	-18	-222	-187	-152
기타영업외손익	-177	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	-23	0	0	0
세전계속사업이익	127	382	500	619
법인세비용	56	93	122	151
계속사업이익	71	288	378	468
당기순이익	71	288	378	468
증감률 (%)	-77.1	305.9	31.1	23.6
Net 마진 (%)	0.7	2.4	2.9	3.4
지배주주지분 순이익	117	211	272	332
비지배주주지분 순이익	-46	78	106	136
기타포괄이익	-144	0	0	0
총포괄이익	-73	288	378	468

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	31.8	20.1	15.5	12.7
PER (High,X)	44.7	20.1	15.5	12.7
PER (Low,X)	27.5	15.7	12.1	9.9
PBR (X)	1.4	1.6	1.4	1.3
PBR (High,X)	2.0	1.6	1.5	1.3
PBR (Low,X)	1.2	1.2	1.1	1.0
PCR (X)	5.3	4.3	3.8	3.5
PSR (X)	0.3	0.3	0.3	0.3
PEG (X)	0.7	1.0	0.6	-5.3
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.0	1.9	0.9	-0.5
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.9	3.3	1.4	-0.8
EV/EBITDA (X)	14.9	11.9	10.4	9.4
EV/EBIT (X)	31.4	20.1	16.3	14.2
Enterprise Value	10,862	11,460	11,231	10,930
EPS CAGR (3년) (%)	42.4	19.4	26.3	-2.4
EBITPS CAGR (3년) (%)	30.7	10.7	17.1	-23.9
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	16.8	6.1	10.8	-15.8
주당EBIT (W)	26,383	43,583	52,593	58,916
주당EBITDA (W)	55,507	73,599	82,504	88,381
EPS (W)	8,722	15,888	20,605	25,164
BPS (W)	199,891	203,521	220,641	241,901
CFPS (W)	52,733	73,875	83,163	90,642
SPS (W)	828,407	930,914	994,190	1,046,842
DPS (W)	1,800	1,800	1,800	1,800

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	591	825	908	967
당기순이익	71	288	378	468
+ 유무형자산상각비	381	393	392	386
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	35	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-5	8	5
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	691	968	1,089	1,187
- 운전자본의증가(감소)	-40	-50	-59	-70
투자활동 현금흐름	-769	-426	-387	-335
+ 유형자산의감소	113	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-1,128	-415	-360	-310
+ 투자자산의매각(취득)	234	-30	-34	-40
Free Cash Flow	-538	410	548	657
Net Cash Flow	-178	399	521	632
재무활동 현금흐름	61	-427	-371	-291
자기자본 증가	4	0	0	0
부채증감	56	-427	-371	-291
현금의증가	-125	-161	150	341
기말현금 및 현금성자산	432	271	421	762
기말 순부채(순현금)	5,179	5,100	4,765	4,329

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-4.7	-2.5	-0.3	0.8
Residual Income	-138.6	-45.5	3.1	38.5
12M RIM Target Price (W)	394,014			
EVA				
투자자본	9,582.2	9,675.5	9,734.0	9,766.4
세후영업이익	123.7	463.7	556.9	626.0
투자자본이익률 (%)	1.4	4.8	5.7	6.4
투자자본이익률 - WACC (%)	-3.1	-0.6	0.4	1.0
EVA	-293.9	-53.7	36.9	95.0
DCF				
EBIT	345.5	570.9	689.0	771.8
+ 유무형자산상각비	381	393	392	386
- CAPEX	-1,128.5	-415.0	-360.0	-310.0
- 운전자본증가(감소)	-219.2	-86.5	-100.4	-118.4
Free Cash Flow for Firm	-334.2	496.3	653.1	777.8
WACC				
타인자본비용 (COD)	1.9	2.7	2.8	2.8
자기자본비용 (COE)	8.7	9.7	9.2	9.2
WACC(%)	4.4	5.4	5.4	5.4

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	432	311	491	846
매출채권	1,368	1,434	1,511	1,601
유동자산	3,705	3,742	4,107	4,678
유형자산	6,254	6,319	6,329	6,293
투자자산	610	639	674	714
비유동자산	9,299	9,351	9,353	9,318
자산총계	13,004	13,093	13,460	13,995
단기성부채	2,390	2,233	2,260	2,289
매입채무	720	755	795	843
유동부채	3,709	3,616	3,717	3,833
장기성부채	3,750	3,725	3,566	3,481
정기충당부채	82	86	90	96
비유동부채	4,483	4,495	4,377	4,340
부채총계	8,192	8,111	8,094	8,173
자본금	72	72	72	72
자본잉여금	900	900	900	900
이익잉여금	2,143	2,328	2,575	2,882
비지배주주지분	1,929	2,007	2,112	2,248
자본총계	4,813	4,943	5,296	5,738

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	4.0	7.2	8.9	10.0
총자산이익률 (ROA) (%)	0.6	2.2	2.8	3.4
투자자본이익률 (ROIC) (%)	1.4	4.8	5.7	6.4
EBITDA/ 자기자본 (%)	15.1	19.5	20.4	20.2
EBITDA/ 총자산 (%)	5.6	7.4	8.0	8.3
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성향 (%)	19.7	10.9	8.4	6.9
총현금배당금 (십억원)	25	25	25	25
보통주 주당현금배당금(W)	1,800	1,800	1,800	1,800
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	107.6	103.2	90.0	75.4
중부채/ 자기자본 (%)	170.2	164.1	152.8	142.4
순이자비용/ 매출액 (%)	1.7	1.8	1.6	1.5
EBIT/ 순이자비용 (X)	1.8	2.6	3.2	3.7
유동비율 (%)	99.9	103.5	110.5	122.0
당좌비율 (%)	72.8	74.3	80.6	91.3
총발행주식수 (mn)	14	14	14	14
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	277,000	319,000	319,000	319,000
시가총액 (십억원)	3,753	4,353	4,353	4,353

2014. 5. 12
Company Report

농심 (004370.KS)

Buy (유지)

목표주가 358,000원 (유지)

현재가 ('14/05/08) 293,500원

업종 음식료

KOSPI 1,950.60

KOSDAQ 546.89

시가총액(보통주) 1,785.3십억원

발행주식수(보통주) 6.1백만주

52주 최고가('13/05/09) 324,500원

최저가('13/08/28) 233,000원

평균거래대금(60일) 6.0십억원

배당수익률(2013) 1.59%

외국인지분율 26.8%

주요주주

농심홀딩스 외 3인 45.5%

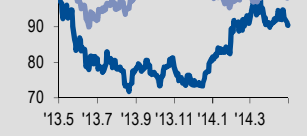
국민연금공단 9.2%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 1.0 14.9 -9.3

상대수익률 -0.4 16.9 -9.0

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@wooriwm.com

원가보다는 제품 가격이 핵심

최근 국내 라면 수요 위축 우려, 가격 인상 여부에 대한 의구심 등으로 주가 횡보. 곡물 가격 상승에 따른 원가 부담도 상존. 그러나 그 모든 것을 압도하는, 장기적 관점에서의 라면의 '한 끼니 제품'으로서의 가격 정상화 기대

라면 가격의 '정상화' 과정을 매수

- 향후 3년간 라면 판매 가격 상승이 동사의 핵심 성장 동인이 될 것. 당사 리서치센터는 2014~16년 동안 동사의 라면 ASP가 각각 5%, 3%, 3% 상승할 것으로 가정, 동 기간 별도 영업이익 CAGR이 17.7%에 이를 것으로 추정
- 동사의 라면 평균판매가격(ASP)은 2001~2008년 평균 6.7% 상승하다가 전 정부의 생필품 물가 관리 시작 이후 최근 5년 동안 그 상승률이 약 2%대로 낮아짐. 곡물 가격 재차 상승하면서 식품 인플레이션 우려 재발하여 라면 가격 인상이 지연될 수 있음. 하지만 그럴수록 타 음식료 제품 대비 라면의 싼 가격 부각될 수 있고, 이후의 가격 정상화 과정은 강하게 나타날 수 있음

원재료 가격 인상 가능성은 실적 추정에 기반

- 당사는 라면 ASP 상승 가정과 더불어 원가 증가 가능성도 이미 실적 추정에 반영. 핵심 원재료(전체 원재료 매입액의 27% 차지)인 밀가루 가격이 올해 5%, 내년 이후 매년 3% 상승한다고 가정
- 그럼에도 불구하고 가격 인상의 영향력이 압도적이어서 위의 가정이 현실화된다면 동사 영업이익은 2015년에 약 1,400억원대로 높아질 수 있음(영업이익률 6.9% vs 최고 영업이익률은 2005년의 9.9%)

Buy 투자의견, 목표주가 358,000원 유지

- 농심에 대한 Buy 투자의견과 목표주가 358,000원을 유지함. 장기적인 pricing power 강화 잠재력과 1배 수준의 PBR 감안 시 목표 PER 20배(2014년 기준)는 도달 가능한 수준으로 판단

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	1,959	-0.6	102	5.2	0	34	-99.8	7,960.5	1.1	7.6	0.0	44.0	-365
2013	1,871	-4.5	92	4.9	93	15,226	44,542.0	16.5	1.0	7.0	6.3	41.3	-407
2014E	1,940	3.7	119	6.2	112	18,480	21.4	15.9	1.1	6.8	7.2	40.0	-513
2015F	2,013	3.7	139	6.9	129	21,134	14.4	13.9	1.0	5.6	7.8	37.5	-634
2016F	2,081	3.4	150	7.2	137	22,489	6.4	13.1	1.0	4.8	7.8	33.6	-763

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

농심의 부문별 실적 전망					(단위: 십억원, %)	
	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
순매출액	1,971	1,959	1,871	1,940	2,013	2,081
(%y-y)	4.0	-0.6	-4.5	3.7	3.7	3.4
총매출액	2,093	2,096	2,001	2,076	2,153	2,226
라면	1,378	1,370	1,414	1,478	1,531	1,575
내수	1,273	1,263	1,309	1,366	1,414	1,454
수출	105	107	105	112	117	121
스낵	290	294	308	305	320	341
내수	273	276	291	287	301	320
수출	17	18	18	18	19	20
기타	426	431	279	293	301	310
삼다수	190	189	-	-	-	-
삼다수 외	235	242	279	293	301	310
부문별 매출성장률						
라면	4.0	-0.5	3.2	4.5	3.6	2.9
내수	3.0	-0.8	3.6	4.4	3.5	2.8
수출	16.7	2.1	-2.1	6.1	5.1	3.0
스낵	11.5	1.4	4.9	-1.1	5.0	6.3
내수	11.9	1.2	5.2	-1.5	5.0	6.5
수출	4.2	6.2	0.4	5.1	4.5	4.0
기타	0.6	1.3	-35.4	5.0	3.0	3.0
삼다수	7.5	-0.8	-100.0	0.0	0.0	0.0
삼다수 외	-4.4	3.1	15.0	5.0	3.0	3.0
매출총이익	524	513	544	567	588	610
(매출총이익률)	27.4	28.0	28.2	28.3	28.4	28.5
(%y-y)	-2.1	5.9	4.4	3.7	3.7	3.7
영업이익	102	92	119	139	150	159
(영업이익률)	4.9	6.2	6.9	7.2	7.4	7.6
(%y-y)	-9.5	29.6	16.7	7.4	6.2	6.1
세전이익	34	123	149	170	181	194
(세전이익률)	1.7	6.3	7.9	8.8	9.0	9.3
(%y-y)	260.8	21.1	14.4	6.4	7.3	7.1
순이익	0	93	112	129	137	147
(순이익률)	0.0	4.7	6.0	6.6	6.8	7.1
(%y-y)	44542.0	21.4	14.4	6.4	7.3	7.1

자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터 전망

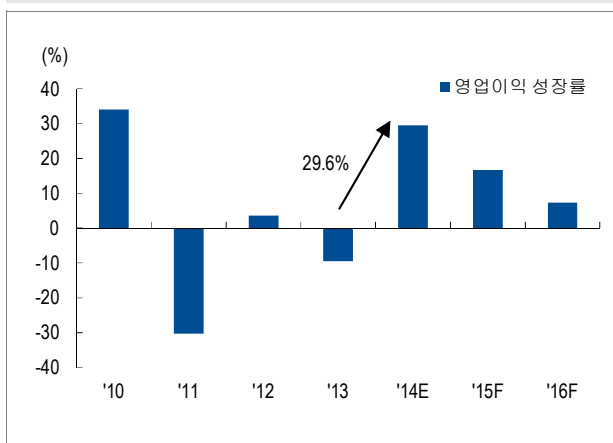
농심 실적 추정을 위한 기본 가정들

(단위: 십억원, 백만개, %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
국내 라면 시장 규모 (금액)	1,818	1,748	1,870	1,931	1,967	2,023	2,098	2,157
yoy, %	7.0	-3.9	7.0	3.3	1.9	2.8	3.7	2.8
국내 라면 소비량	3,431	3,355	3,523	3,435	3,535	3,542	3,566	3,561
yoy, %	2.8	-2.2	5.0	-2.5	2.9	0.2	0.7	-0.2
인당 소비량(5세 이상 기준)	74	72	75	73	75	75	76	75
yoy, %	2.4	-2.5	4.7	-2.7	2.7	0.0	0.5	-0.3
ASP (won)	530	521	531	562	557	571	588	606
yoy, %	2.4	-0.9	1.3	6.7	0.2	5.0	3.0	3.0
농심 시장점유율	68.9	69.4	67.2	64.1	64.4	63.9	63.9	63.9
yoy, %p	0.6	0.5	-2.2	-3.1	0.3	-0.5	0.0	0.0
농심 라면 판매량	2,364	2,329	2,368	2,202	2,278	2,265	2,280	2,277
yoy, %	3.7	-1.5	1.7	-7.0	3.5	-0.6	0.7	-0.2
농심 ASP	535	530	538	574	575	603	621	640
yoy, %	2.4	-0.9	1.3	6.7	0.2	5.0	3.0	3.0
국내 라면 관련 매출액	1,270	1,235	1,273	1,263	1,309	1,366	1,417	1,457
yoy, %	6.6	-2.7	3.0	-0.8	3.6	4.4	3.7	2.8
스낵매출액	240	260	290	294	308	305	320	341
yoy, %	11.5	8.3	11.5	1.4	4.9	-1.1	5.0	6.3
기타 매출액	368	423	426	431	279	293	301	310
yoy, %	19.2	15.0	0.6	1.3	-35.4	5.0	3.0	3.0
전체 매출액	1,846	1,895	1,971	1,959	1,871	1,940	2,015	2,084
yoy, %	10.1	2.7	4.0	-0.6	-4.5	3.7	3.9	3.4
매출총이익	502	541	507	524	513	543	568	590
% of sales	27.2	28.5	25.7	26.8	27.4	28.0	28.2	28.3
영업이익	129	155	110	102	92	119	140	150
% of sales	7.0	8.2	5.6	5.2	4.9	6.1	6.9	7.2

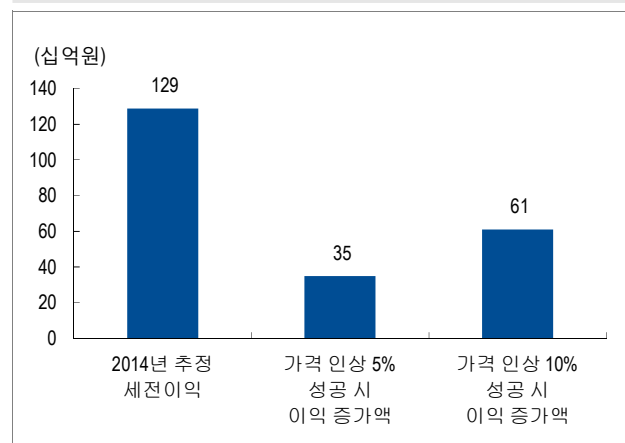
자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터 전망

삼다수 부재 효과 사라지는 2014년 이익 성장 재개



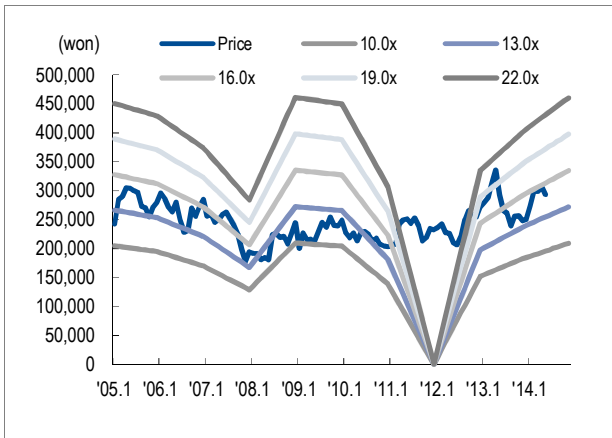
자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터 전망

가격 인상 성공 시 이익 개선의 잠재력은?



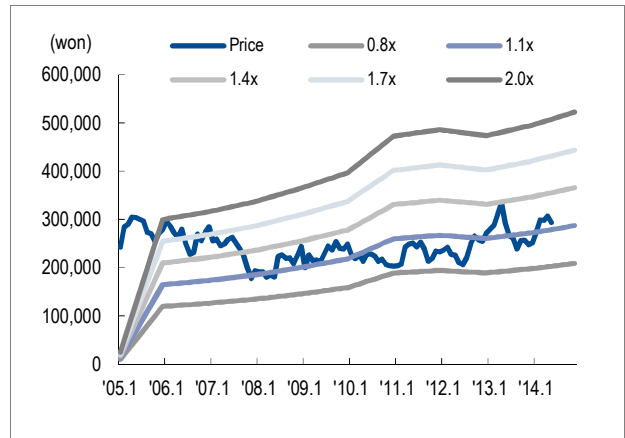
자료: 농심, 우리투자증권 리서치센터

농심의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

농심의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F		2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	1,871	1,940.5	2,013	2,081	PER (X)	16.5	15.9	13.9	13.1
증감률 (%)	-4.5	3.7	3.7	3.4	PER (High,X)	23.8	17.2	15.0	14.1
매출원가	1,357	1,397	1,446	1,493	PER (Low,X)	15.1	13.5	11.8	11.1
매출총이익	513	544	567	588	PBR (X)	1.0	1.1	1.0	1.0
Gross 마진 (%)	27.4	28.0	28	28	PBR (High,X)	1.5	1.2	1.1	1.1
판매비와 일반관리비	421	424	428	439	PBR (Low,X)	0.9	0.9	0.9	0.8
영업이익 (GP-SG&A)	92	119	139.4	150	PCR (X)	7.9	8.8	8.2	8.0
증감률 (%)	-9.5	29.6	16.7	7.4	PSR (X)	0.8	0.9	0.9	0.9
OP 마진 (%)	4.9	6.2	6.9	7.2	PEG (X)	1.2	1.7	2.0	2.4
EBITDA	161	188	206	214	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.9	1.6	2.1	2.5
영업외손익	31	29	31	31	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.7	2.8	3.7	4.2
금융수익(비용)	14	14	18	21	EV/EBITDA (X)	7.0	6.8	5.6	4.8
기타영업외손익	17	15	13	10	EV/EBIT (X)	12.2	10.7	8.3	6.8
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0	Enterprise Value	1,120	1,272	1,151	1,023
세전계속사업이익	123	149	170	181	EPS CAGR (3년) (%)	13.9	9.3	6.9	5.5
법인세비용	30	36	41	44	EBITPS CAGR (3년) (%)	17.6	10.0	6.6	5.3
계속사업이익	93	112	129	137	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	10.0	5.7	3.8	3.1
당기순이익	93	112	129	137	주당EBIT (W)	15,142	19,626	22,913	24,606
증감률 (%)	44,542.0	21.4	14.4	6.4	주당EBITDA (W)	26,460	30,871	33,806	35,192
Net 마진 (%)	5.0	5.8	6.4	6.6	EPS (W)	15,226	18,480	21,134	22,489
지배주주지분 손이익	93	112	129	137	BPS (W)	247,785	262,463	279,794	298,481
비지배주주지분 손이익	0	0	0	0	CFPS (W)	31,622	33,337	35,944	36,836
기타포괄이익	-3	0	0	0	SPS (W)	307,565	319,020	330,925	342,146
총포괄이익	89	112	129	137	DPS (W)	4,000	4,000	4,000	4,000
CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F		2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	151	189	204	210	RIM				
당기순이익	93	112	129	137	Spread (FROE-COE) (%)	1.0	0.9	2.0	2.0
+ 유/무형자산상각비	69	68	66	64	Residual Income	14.0	-14.8	-6.7	-7.4
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0	12M RIM Target Price (W)	345,513			
+ 외화환산손실(이익)	-2	0	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0	투자자본	776.8	754.6	733.2	714.0
Gross Cash Flow	192	203	219	224	세후영업이익	74.6	92.7	107.9	115.6
- 운전자본의증가(감소)	-25	8	9	9	투자자본이익률 (%)	9.3	12.1	14.5	16.0
투자활동 현금흐름	-95	-74	-75	-74	투자자본이익률 - WACC (%)	4.8	6.8	9.5	10.9
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	EVA	37.4	51.3	69.6	78.0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-25	-50	-50	-50	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	-59	-9	-9	-9	EBIT	92.1	119.4	139.4	149.7
Free Cash Flow	126	139	154	160	+ 유/무형자산상각비	69	68	66	64
Net Cash Flow	57	114	129	136	- CAPEX	-24.7	-50.0	-50.0	-50.0
재무활동 현금흐름	-33	-27	-44	-72	- 운전자본증가(감소)	6.3	3.8	5.1	4.8
자기자본 증가	0	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	107.3	104.8	116.5	122.7
부채증감	-33	-27	-44	-72	WACC				
현금의증가	24	88	85	64	타인자본비용 (COD)	2.6	2.7	2.8	2.8
기말현금 및 현금성자산	74	161	246	310	자기자본비용 (COE)	5.3	6.3	5.8	5.8
기말 순부채(순현금)	-407	-513	-634	-763	WACC(%)	4.5	5.3	5.0	5.0
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F		2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	74	161	245	310	자기자본이익률 (ROE) (%)	6.3	7.2	7.8	7.8
매출채권	156	161	167	173	총자산이익률 (ROA) (%)	4.4	5.2	5.6	5.7
유동자산	789	903	1,015	1,105	투자자본이익률 (ROIC) (%)	9.3	12.1	14.5	16.0
유형자산	886	870	856	844	EBITDA/ 자기자본 (%)	10.7	11.8	12.1	11.8
투자자산	244	253	263	272	EBITDA/ 총자산 (%)	7.6	8.4	8.8	8.8
비유동자산	1,341	1,332	1,325	1,319	배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.4	1.4
자산총계	2,130	2,234	2,340	2,425	배당성향 (%)	25.0	20.6	18.0	16.9
단기성부채	74	70	49	0	총현금배당금 (십억원)	23	23	23	23
매입채무	280	291	301	312	보통주 주당현금배당금(W)	4,000	4,000	4,000	4,000
유동부채	523	535	531	498	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-27.0	-32.1	-37.3	-42.0
장기성부채	0	0	0	0	총부채/ 자기자본 (%)	41.3	40.0	37.5	33.6
장기충당부채	34	35	36	38	순이자비용/ 매출액 (%)	0.1	0.1	0.1	0.0
비유동부채	100	103	107	111	EBIT/ 순이자비용 (X)	44.7	64.2	90.6	236.2
부채총계	623	638	638	609	유동비율 (%)	150.9	168.8	191.1	221.8
자본금	30	30	30	30	당좌비율 (%)	126.1	143.7	164.9	192.9
자본잉여금	126	126	126	126	총발행주식수 (mn)	6	6	6	6
이익잉여금	1,430	1,519	1,624	1,738	액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
비지배주주지분	0	0	0	0	주가 (W)	251,000	293,500	293,500	293,500
자본총계	1,507	1,596	1,702	1,816	시가총액 (십억원)	1,527	1,785	1,785	1,785

2014. 5. 12
Company Report

롯데제과 (004990.KS)

Buy (유지)

목표주가 2,180,000원 (유지)

현재가 ('14/05/08) 1,695,000원

업종 음식료

KOSPI 1,950.60

KOSDAQ 546.89

시가총액(보통주) 2,409.3십억원

발행주식수(보통주) 1.4백만주

52주 최고가('13/12/30) 1,912,000원

최저가('13/08/23) 1,469,000원

평균거래대금(60일) 1.6십억원

배당수익률(2013) 0.21%

외국인지분율 39.5%

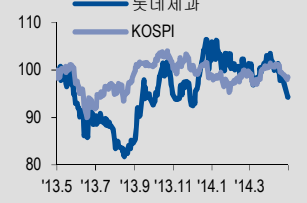
주요주주 롯데알미늄 외 11인 50.3%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 -6.0 -0.5 -6.4

상대수익률 -7.3 1.3 -6.1

Price Trend



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@wooriwm.com

3년만의 증익 전환

제과 가격 인상 완료, 빙과 추가 인상 기대되어 3년만의 증익 전환 가능할 것. 매도가능증권 가치 보정 후 수정 EV/EBITDA 6배 수준으로 밸류에이션 매력 충전

장기 실적 부진에서 탈피

- 롯데제과의 2014년 매출액과 영업이익은 각각 2조401억원(+3.3%, y-y)과 1,024억원(+11.9%)으로 전망. 건과와 빙과 공히 산업 침체 겪으면서 지배적 사업자인 동사는 약 21%의 영업이익 감소 경험
- 올해는 영업이익률 개선에 초점이 맞춰질 것. 과자 가격 인상이 마무리됐고 빙과 류도 가격인상 가능성 있지만 소비 저항이 비교적 큰 품목들이어서 올 한 해 매출 성장은 3%대로 낮을 전망. 하지만 가격 인상은 수익성 개선으로 표현될 것. 동사 영업이익률은 2010년 10.2%에 이르렀으나 이후 계속 하락하여 작년에 4.6% 기록. 올해 5.0%로 회복되면서 장기 실적 부진에서 탈피 전망

다국적 매출처, 다국적 제휴

- 동사는 최근 카자흐스탄의 초코 제품 브랜드 '라하트'를 인수. 이로써 동사는 러시아, 인도, 파키스탄, 중국, 유럽에 이어 지역적 기반을 한 단계 넓힘. 손실이 크게 발생하는(영업손실률 26%) 중국에서는 볼륨확대보다는 구조조정에 집중하고, 타 지역에서는 이익 수반한 성장을 주로 추구할 전망
- 이러한 지리적 확장에 더하여 허쉬, 프리토레이 등 국제적인 식품 회사와의 판매 제휴나 협업은 동사가 더디기는 하나 새로운 소비자들을 확보하는 방편으로 작동

투자의견 Buy와 목표주가 218만원 유지

- 롯데제과에 대한 Buy 투자의견과 목표주가 218만원을 유지함. 목표주가는 가치합산 방식으로 산출되었는데, 매도가능증권 가치가 자본총계의 약 50%를 차지하는 동사의 자산 구조 특성을 고려한 것. 현재 매도증권 가치 보정 후 수정 EV/EBITDA 6배에 불과하여 밸류에이션 매력적

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	1,864	0.6	115	6.2	92	64,461	-6.2	25.3	0.9	13.2	3.5	43.6	96
2013	1,976	6.0	92	4.6	51	35,689	-44.6	53.6	1.0	17.5	1.8	49.4	262
2014E	2,041	3.3	102	5.0	70	49,090	37.6	34.5	0.8	15.4	2.5	44.6	234
2015F	2,132	4.5	130	6.1	100	70,387	43.4	24.1	0.8	13.2	3.4	42.9	174
2016F	2,222	4.2	142	6.4	122	86,067	22.3	19.7	0.8	12.3	4.0	42.6	103

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데제과의 목표주가 2,180,000 원 산출 내역

(단위: 십억원, 원)

구분	가치	주당가치	밸류에이션 방법
영업가치	1,815	1,276,998	2014년 EBITDA의 10배, 음식료 평균 수준
비영업가치	1,281	900,943	
관계기업가치	161	113,269	PBR 0.7x
시장성 있는 투자유가증권	951	668,777	PBR 0.7x
시장성 없는 투자유가증권	169	118,897	PBR 0.5x
Total	3,096	2,177,940	

자료: 롯데제과, 우리투자증권 리서치센터 전망

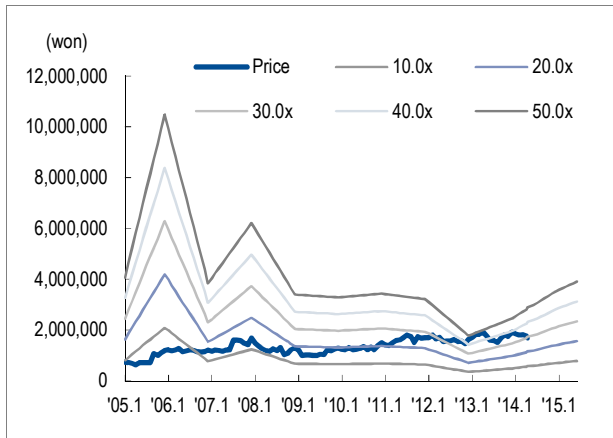
롯데제과의 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	1,860	1,853	1,937	2,041	2,132	2,222
(%y-y)	12.7	-0.4	4.5	5.4	4.5	4.2
국내 제과	1,611	1,597	1,664.0	1,746.7	1,814	1,885
롯데제과	1,522	1,515	1,579	1,659	1,723	1,791
기린	89	82	85	88	91	94
해외 제과 및 기타	311	256	272.7	294.0	318	337
매출액 증가율						
국내 제과	8.4	-0.9	4.2	5.0	3.9	3.9
롯데제과	7.8	-0.4	4.2	5.1	3.9	3.9
기린	21.1	-8.0	4.7	3.2	3.2	3.2
해외 제과 및 기타	87.6	-17.8	6.6	7.8	8.0	6.2
매출총이익	720	671	700	749	784	818
국내 제과	615	589	588	626	651	676
롯데제과	608	584	584	622	646	672
기린	7	5	4	4	5	5
해외 제과 및 기타	105	82	112	122	133	142
(%y-y)						
국내 제과	2.9	-4.3	-0.1	6.5	3.9	3.9
롯데제과	4.8	-4.0	-0.1	6.5	3.9	3.9
기린	-61.8	-31.8	-6.0	3.2	3.2	3.2
해외 제과	41.2	-22.1	36.3	9.4	9.1	6.2
매출총이익률	38.7	36.2	36.2	36.7	36.8	36.8
국내 제과	38.2	36.9	35.4	35.9	35.9	35.9
롯데제과	40.0	38.6	37.0	37.5	37.5	37.5
기린	7.5	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
해외 제과 및 기타	33.8	32.1	41.0	41.6	42.0	42.0
영업이익	115	92	102	130	142	149
(%y-y)	-35.6	-20.7	17.3	25.5	16.3	9.6
영업이익률	6.2	4.9	5.3	6.4	6.6	6.7
세전이익	126	92	104	147	180	226
(%y-y)	-20.1	-26.6	12.4	41.4	22.3	25.8
세전이익률	6.8	5.0	5.4	7.2	8.4	10.2
순이익	90	55	76	109	133	167
(%y-y)	-6.2	-44.6	37.6	43.4	22.3	25.8
순이익률	4.8	3.0	3.9	5.3	6.2	7.5

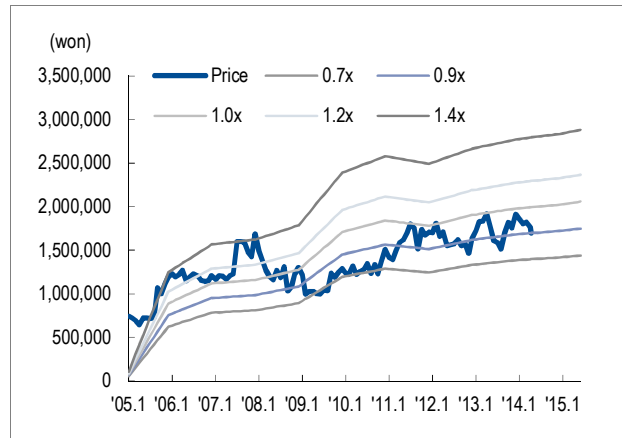
자료: 롯데제과, 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데제과의 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데제과의 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

보유 유가 증권 가치

(단위: 주, %, 백만원)

구분	주식수	지분율(%)	장부가액	총자산	당기순이익
롯데칠성음료(주) (보통주)	218,949	17.7	333,897	3,673,854	87,931
롯데칠성음료(주) (우선주)	9,660	8.05	4,434	-	-
(주)롯데푸드	127,677	9.32	95,247	897,938	61,380
롯데쇼핑(주)	2,474,543	7.86	999,715	24,802,591	1,018,215
롯데물산(주)	12,984	0.02	332	4,784,732	103,611
한국후지필름(주)	1,250	0.89	6,777	1,093,294	8,555
롯데역사(주)	319,200	8.87	68,829	786,342	11,837
롯데로지스틱스(주)	66,308	4.64	9,269	616,061	18,118
(주)롯데리아	65,374	13.59	80,409	943,813	18,521
(주)롯데자이언츠	6,000	30	30	26,322	9,502
롯데제주리조트(주)	0	0	0	150,889	-12,650
롯데부여리조트(주)	0	0	0	238,309	-8,309
롯데자산개발(주)	2,177,458	7.19	10,887	270,805	-6,145
롯데정보통신(주)	52,376	6.12	37,209	1,266,657	-159
롯데상사(주)	12,187	1.36	4,739	1,904,848	7,501
(주)롯데닷컴	523,548	11.25	5,789	144,521	-5,236
(주)코리아세븐	5,977,672	16.5	104,406	1,015,804	51,303
(주)기린식품	0	0	0	108,027	-13,954
(주)BS금융지주회사	5,536,479	2.86	88,584	3,403,623	80,435
(주)신한금융지주회사	458,111	0.1	21,669	27,212,924	590,449
제일기획	64,250	0.06	1,767	1,120,438	57,750
코스모자산운용	4,668	0.55	1,096	47,648	1,005
제주컨벤션센터	60,000	0.18	300	139,295	-1,547
Total			1,875,385		

자료: 롯데제과, 우리투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	1,976	2,041	2,132	2,222
증감률 (%)	6.0	3.3	4.5	4.2
매출원가	1,254	1,292	1,348	1,404
매출총이익	722	749	784	818
Gross 마진 (%)	36.5	36.7	36.8	36.8
판매비와 일반관리비	631	646	654	676
영업이익 (GP-SG&A)	92	102.4	129.8	142
증감률 (%)	-20.7	11.9	26.7	9.2
OP 마진 (%)	4.6	5.0	6.1	6.4
EBITDA	179	182	208	219
영업외손익	1	-3	12	23
금융수익(비용)	3	21	34	41
기타영업외손익	10	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	-12	-25	-21	-18
세전계속사업이익	92	104	147	180
법인세비용	37	28	38	47
계속사업이익	55	76	109	133
당기순이익	55	76	109	133
증감률 (%)	-38.5	37.6	43.4	22.3
Net 마진 (%)	2.8	3.7	5.1	6.0
지배주주지분 순이익	51	70	100	122
비지배주주지분 순이익	4	6	9	11
기타포괄이익	83	0	0	0
총포괄이익	138	76	109	133

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	53.6	34.5	24.1	19.7
PER (High,X)	61.3	40.3	28.1	23.0
PER (Low,X)	41.0	34.3	23.9	19.6
PBR (X)	1.0	0.8	0.8	0.8
PBR (High,X)	1.1	1.0	0.9	0.9
PBR (Low,X)	0.7	0.8	0.8	0.8
PCR (X)	13.8	13.1	10.3	9.2
PSR (X)	1.4	1.2	1.1	1.1
PEG (X)	1.6	1.1	1.1	0.5
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	3.4	2.6	2.5	1.0
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	7.8	4.7	4.1	1.5
EV/EBITDA (X)	17.5	15.4	13.2	12.3
EV/EBIT (X)	34.2	27.4	21.2	19.0
Enterprise Value	3,134	2,804	2,753	2,692
EPS CAGR (3년) (%)	34.1	30.2	21.1	38.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	15.7	13.2	9.8	19.9
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	6.9	7.4	5.9	13.4
주당EBIT (W)	64,399	72,052	91,307	99,698
주당EBITDA (W)	126,023	127,700	146,168	153,869
EPS (W)	35,689	49,090	70,387	86,067
BPS (W)	1,978,599	2,023,729	2,090,155	2,172,262
CFPS (W)	139,006	129,044	163,810	184,292
SPS (W)	1,390,437	1,435,731	1,499,875	1,563,228
DPS (W)	4,000	4,000	4,000	4,000

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	148	169	214	234
당기순이익	55	76	109	133
+ 유/무형자산상각비	88	79	78	77
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	6	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	-9	2	0
+ 자산처분손실(이익)	-4	0	0	0
Gross Cash Flow	198	183	233	262
- 운전자본의증가(감소)	-8	14	19	19
투자활동 현금흐름	-299	-133	-144	-142
+ 유형자산의감소	19	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-139	-83	-81	-79
+ 투자자산의매각(취득)	-89	-63	-64	-66
Free Cash Flow	9	86	133	155
Net Cash Flow	-151	36	70	92
재무활동 현금흐름	155	-164	-67	-16
자기자본 증가	2	0	0	0
부채증감	153	-164	-67	-16
현금의증가	4	-128	3	76
기말현금 및 현금성자산	184	55	58	134
기말 순부채(순현금)	262	234	174	103

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-8.9	-9.3	-7.8	-7.1
Residual Income	-245.1	-163.5	-139.7	-126.1
12M RIM Target Price (W)	990,910			
EVA				
투자자본	1,617.8	1,614.9	1,615.8	1,617.5
세후영업이익	100.4	92.2	120.7	129.2
투자자본이익률 (%)	6.5	5.7	7.5	8.0
투자자본이익률 - WACC (%)	-1.4	-3.2	-1.2	-0.7
EVA	-22.3	-52.0	-19.6	-10.9
DCF				
EBIT	91.5	102.4	129.8	141.7
+ 유/무형자산상각비	88	79	78	77
- CAPEX	-138.8	-83.0	-81.0	-79.0
- 운전자본증가(감소)	-31.7	-6.2	-8.8	-8.7
Free Cash Flow for Firm	35.1	77.1	101.9	111.6
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.0	2.6	2.8	2.8
자기자본비용 (COE)	10.7	11.7	11.2	11.2
WACC(%)	7.8	8.9	8.7	8.7

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	184	66	73	143
매출채권	263	272	284	296
유동자산	785	687	722	819
유형자산	1,352	1,357	1,360	1,362
투자자산	2,084	2,146	2,211	2,277
비유동자산	3,647	3,714	3,781	3,849
자산총계	4,432	4,400	4,503	4,668
단기성부채	116	88	268	318
매입채무	141	145	152	158
유동부채	491	475	672	740
장기성부채	397	282	53	3
장기충당부채	11	11	11	12
비유동부채	974	878	676	652
부채총계	1,466	1,353	1,348	1,392
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	1,668	1,732	1,827	1,944
비지배주주지분	154	160	169	180
자본총계	2,967	3,037	3,140	3,267

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	1.8	2.5	3.4	4.0
총자산이익률 (ROA) (%)	1.3	1.7	2.4	2.9
투자자본이익률 (ROIC) (%)	6.5	5.7	7.5	8.0
EBITDA/ 자기자본 (%)	6.0	6.0	6.6	6.7
EBITDA/ 총자산 (%)	4.0	4.1	4.6	4.7
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향 (%)	11.1	8.1	5.6	4.6
총현금배당금 (십억원)	6	6	6	6
보통주 주당현금배당금(W)	4,000	4,000	4,000	4,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	8.8	7.7	5.6	3.2
중부채/ 자기자본 (%)	49.4	44.6	42.9	42.6
순이자비용/ 매출액 (%)	0.7	0.8	0.6	0.5
EBIT/ 순이자비용 (X)	6.2	6.7	10.9	12.8
유동비율 (%)	159.8	144.6	107.4	110.6
당좌비율 (%)	113.0	94.6	70.5	75.7
총발행주식수 (mn)	1	1	1	1
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	1,912,000	1,695,000	1,695,000	1,695,000
시가총액 (십억원)	2,718	2,409	2,409	2,409

2014. 5. 12
Company Report

오리온 (001800.KS)

Buy (유지)

목표주가 980,000원 (유지)

현재가 ('14/05/08) 824,000원

업종 음식료

KOSPI 1,950.60

KOSDAQ 546.89

시가총액(보통주) 4,922.7십억원

발행주식수(보통주) 6.0백만주

52주 최고가('13/05/19) 1,148,000원

최저가('14/04/16) 769,000원

평균거래대금(60일) 14.7십억원

배당수익률(2013) 0.32%

외국인지분율 41.5%

주요주주

이화경 외 7인 28.8%

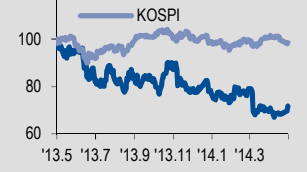
국민연금공단 7.0%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 -6.0 -17.7 -26.6

상대수익률 -7.4 -16.2 -26.3

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@wooriwm.com

중국 성장 재시동 기다려야

기업가치의 핵심인 중국 사업의 성장률 둔화 지속. 이를 상쇄할 국내 사업의 호조 가능성도 크지 않아, 2분기 이후 회복 확인 필요. 다만 그간의 주가 부진에 반영되어, 현 수준에서 추가적인 하락 리스크는 크지 않음

중국 성장 정체, 2분기 이후 회복 전망

- 작년 하반기부터 중국 제과 산업 성장률 정체가 이어지고 있는데, 오리온의 중국 사업 부문도 마찬가지로의 성장률 둔화 경험 중. 특히 작년 상반기(+15.4%, y-y)에 하반기(+11.3%, y-y)보다 매출 성장률이 높았기 때문에 올해 상반기 동안(+9.9%, y-y)은 역기저 효과도 발생
- 다만 2분기 이후 기대되는 점은 심양 공장 가동 본격화에 따른 전통 채널 확장 전략 재가동, 광저우 생산 라인 확장에 따른 볼륨 증가, 신제품 효과 등이 중국 제과 성장률을 강화할 수 있다는 것

국내 가격 인상 효과는 실망스러워

- 중국 실적의 침체를 국내 제과 부문이 상쇄해 주지 못하고 있음. 1월 말 내수 제품 가격 인상 후 아직은 긍정적 효과(매출 증가와 마진 개선)보다는 소비 저항에 따른 부정적 효과가 더 크게 나타나고 있음
- 음식료 내에서도 가장 기호 식품에 가까워 가격 저항이 존재하는 것으로 판단. 결국 2분기 이후에야 국내의 실적 개선 확인할 수 있을 것
- 올해 전년 대비 매출액과 영업이익 성장률은 각각 2.3%, 13.3%로 추정. 위탁 사업자 변경될 스포츠토토 제외하면 매출액과 영업이익 성장률은 각각 8.8%, 20.5%로 낮지 않음

Buy 투자의견과 목표주가 98만원 유지

- 오리온에 대한 Buy 투자의견과 기존 목표주가 98만원 유지함. 다만 2분기 실적 성장 재개 확인하기 전까지 뚜렷한 모멘텀이나 주가 상승 촉매제 기대하기 힘들어 보임. 추가적인 리스크도 크지 않아 당분간 주가 횡보 국면 예상

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	2,368	23.7	264	11.1	152	25,413	52.5	43.2	6.7	18.5	16.3	134.7	478
2013F	2,485	4.9	259	10.4	146	24,407	-4.0	38.9	5.0	16.0	13.8	134.3	565
2014E	2,543	2.3	293	11.5	174	29,059	19.1	28.4	3.8	13.7	14.4	119.0	607
2015F	2,652	4.3	331	12.5	198	33,089	13.9	24.9	3.4	12.9	14.4	106.7	484
2016F	2,858	7.8	365	12.8	216	36,183	9.4	22.8	3.0	11.8	13.8	97.8	345

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

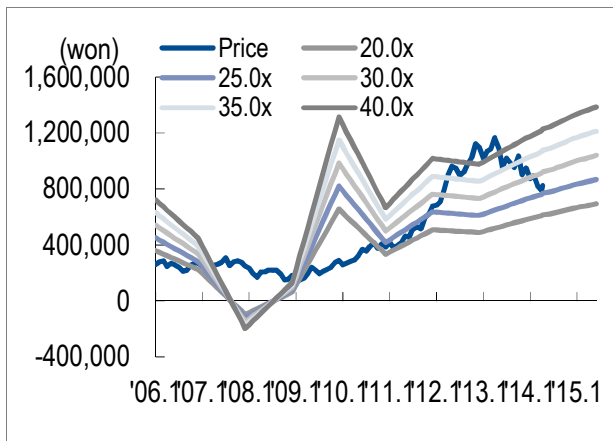
오리온 가치합산(Sum-of-the-Parts) 방식으로 산출된 목표주가 98만원

(단위: 십억원, 원)

부문	부문별 가치	주당 가치	밸류에이션 방법
영업가치 1)=2)+3)+4)	5,911	989,359	PER 20 배, peer group target PER PER 32 배, 중국 peer 평균 청산가치
국내제과 2)	1,489	249,190	
해외제과 3)	4,202	703,343	
기타사업 4)	220	36,826	
자사주 5)	399	66,731	시장가의 70%
순차입금 6)	484	81,010	2013 년말 기준
Total	5,825	975,080	

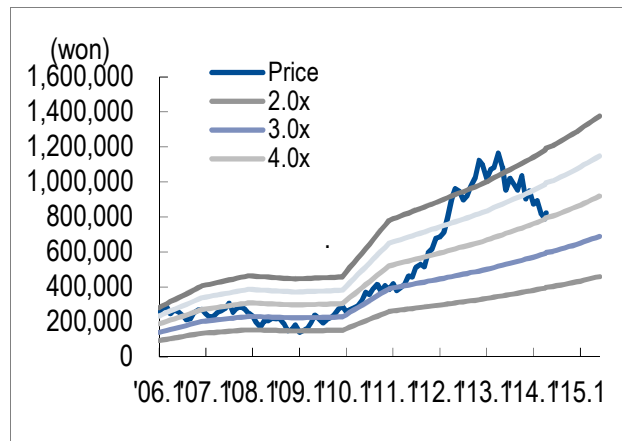
자료: 오리온, 우리투자증권 리서치센터 전망

오리온의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

오리온의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

오리온의 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	1,914	2,368	2,485	2,543	2,652	2,858
제과 부문	1,602	2,022	2,149	2,343	2,565	2,771
국내	813	821	792	810	843	867
중국	703	983	1,113	1,252	1,399	1,539
베트남	120	149	160	184	208	233
러시아	54	70	83	96	115	132
(조정)	0	-30	-22	-20	-20	-20
스포츠레저	251	289	252	113	0	0
기타	50	58	85	87	87	87
매출액 증가율	20.0	23.7	4.9	2.3	4.3	7.8
제과 부문	24.1	26.2	6.3	9.0	9.5	8.0
국내	15.1	0.9	-3.5	2.2	4.1	2.8
중국	34.0	39.8	13.2	12.5	11.7	10.0
베트남	12.7	23.8	7.8	15.0	13.0	12.0
러시아	9.6	30.0	19.6	15.0	20.0	15.0
스포츠레저	-2.7	15.1	-12.8	-55.0	-100.0	
기타	79.3	15.0	46.5	2.4	0.0	0.0
매출총이익	837	1,020	1,077	1,106	1,159	1,257
(%y-y)	15.6	21.8	5.7	2.7	4.8	8.5
(매출총이익률, %)	43.7	43.1	43.3	43.5	43.7	44.0
영업이익	213	264	259	293	331	365
제과 부문	190	232	239	290	331	365
국내	94	89	74	105	114	117
중국	78	124	142	155	181	207
베트남	13	14	15	20	25	28
러시아	6	5	8	9	11	12
스포츠레저	55	56	18	3	0	0
기타	-33	-24	1	0	0	0
영업이익률, %	11.1	11.1	10.4	11.5	12.5	12.8
제과 부문	11.8	11.5	11.1	12.4	12.9	13.2
국내	11.5	10.8	9.4	12.9	13.5	13.5
중국	11.1	12.6	12.8	12.4	12.9	13.5
베트남	10.4	9.7	9.5	11.0	12.0	12.0
러시아	10.4	7.9	9.2	9.8	9.7	9.4
스포츠레저	22.1	19.4	7.3	3.0		
기타	-66.4	-42.0	1.7	0.0	0.0	0.0
(%y-y)	-0.1	23.9	-1.9	13.3	12.8	10.2
제과 부문	36.5	22.3	3.1	21.2	14.1	10.2
국내	15.3	-5.6	-16.3	41.5	8.3	2.8
중국	54.7	58.7	15.0	9.3	16.7	14.4
베트남	47.1	15.2	6.3	32.6	23.3	12.0
러시아	-566.7	-2.2	40.6	22.6	17.6	12.3
스포츠레저	-25.9	1.4	-67.4	-81.4	-100.0	
기타	6079.1	-27.3	-105.8	-100.0		
세전이익	176	219	226	269	306	335
(세전이익률, %)	9.2	9.2	9.1	10.6	11.5	11.7
(%y-y)	-42.2	24.6	3.3	18.9	13.9	9.4
순이익	99	152	146	174	198	216
(순이익률, %)	5.2	6.4	5.9	6.8	7.5	7.6
(%y-y)	-47.8	53.7	-5.6	19.2	13.9	9.4

자료: 오리온, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	2,485	2,543	2,652	2,858
증감률 (%)	4.9	2.3	4.3	7.8
매출원가	1,408	1,437	1,493	1,600
매출총이익	1,077	1,106	1,159	1,257
Gross 마진 (%)	43.3	43.5	43.7	44.0
판매비와 일반관리비	818	813	828	893
영업이익 (GP-SG&A)	259	293	331	365
증감률 (%)	-1.9	13.3	12.8	10.2
OP 마진 (%)	10.4	11.5	12.5	12.8
EBITDA	398	415	435	465
영업외손익	-33	-35	-35	-31
금융수익(비용)	-26	-35	-35	-31
기타영업외손익	-7	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	226	269	306	335
법인세비용	66	78	89	97
계속사업이익	160	191	217	238
당기순이익	160	191	217	238
증감률 (%)	-5.6	19.2	13.9	9.4
Net 마진 (%)	6.4	7.5	8.2	8.3
지배주주지분 순이익	146	174	198	216
비지배주주지분 순이익	15	17	20	22
기타포괄이익	7	0	0	0
총포괄이익	167	191	217	238

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	38.9	27.6	24.3	22.2
PER (High,X)	50.8	32.7	28.7	26.3
PER (Low,X)	35.5	26.9	23.6	21.6
PBR (X)	5.0	3.7	3.3	2.9
PBR (High,X)	6.6	4.4	3.9	3.4
PBR (Low,X)	4.6	3.6	3.2	2.8
PCR (X)	13.8	11.2	10.8	10.3
PSR (X)	2.3	1.9	1.8	1.7
PEG (X)	2.8	2.4	2.3	1.5
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	3.2	2.4	2.4	2.0
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	7.3	4.0	3.1	2.4
EV/EBITDA (X)	16.0	13.4	12.6	11.5
EV/EBIT (X)	24.6	19.0	16.5	14.7
Enterprise Value	6,378	5,569	5,465	5,348
EPS CAGR (3년) (%)	14.0	11.6	10.4	14.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	12.1	11.4	10.2	11.4
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	5.3	6.8	7.7	9.2
주당EBIT (W)	43,351	49,076	55,367	61,017
주당EBITDA (W)	66,601	69,427	72,802	77,837
EPS (W)	24,407	29,059	33,089	36,183
BPS (W)	188,018	214,338	244,783	278,322
CFPS (W)	68,701	71,804	74,476	78,138
SPS (W)	416,322	425,617	443,920	478,347
DPS (W)	3,000	3,000	3,000	3,000

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	292	159	312	319
당기순이익	160	191	217	238
+ 유/무형자산상각비	139	122	104	100
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-5	3	-1	-2
+ 자산처분손실(이익)	-2	0	0	0
Gross Cash Flow	410	429	445	467
- 운전자본의증가(감소)	-15	-156	-8	-17
투자활동 현금흐름	-387	-194	-187	-191
+ 유형자산의감소	37	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-423	-183	-173	-165
+ 투자자산의매각(취득)	-2	-1	-1	-2
Free Cash Flow	-131	-24	139	154
Net Cash Flow	-94	-34	126	129
재무활동 현금흐름	117	-6	2	18
자기자본 증가	1	0	0	0
부채증감	116	-6	2	18
현금의증가	22	-40	128	147
기말현금 및 현금성자산	233	193	321	468
기말 순부채(순현금)	565	608	484	345

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	7.0	6.6	7.0	6.5
Residual Income	73.4	75.1	85.2	88.0
12M RIM Target Price (W)	361,844			
EVA				
투자자본	1,669	1,840	1,877	1,925
세후영업이익	182	210	238	264
투자자본이익률 (%)	11.4	12.0	12.8	13.9
투자자본이익률 - WACC (%)	7.1	6.7	7.7	8.7
EVA	118.5	123.3	143.7	167.4
DCF				
EBIT	258.8	293.2	330.8	364.5
+ 유/무형자산상각비	139	122	104	100
- CAPEX	-423	-183	-173	-165
- 운전자본증가(감소)	71	-157	-11	-24
Free Cash Flow for Firm	-172	304	177	218
WACC				
타인자본비용 (COD)	2	3	3	3
자기자본비용 (COE)	7	8	7	7
WACC(%)	4.3	5.3	5.1	5.2

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	233	193	321	468
매출채권	166	196	204	220
유동자산	1,068	1,195	1,366	1,591
유형자산	1,708	1,798	1,875	1,942
투자자산	33	34	35	37
비유동자산	1,905	1,968	2,038	2,104
자산총계	2,974	3,163	3,403	3,696
단기성부채	584	594	612	646
매입채무	111	102	106	114
유동부채	1,101	1,114	1,149	1,213
장기성부채	525	525	525	525
장기충당부채	7	7	7	8
비유동부채	603	605	608	615
부채총계	1,704	1,719	1,757	1,828
자본금	30	30	30	30
자본잉여금	66	66	66	66
이익잉여금	1,056	1,214	1,396	1,596
비지배주주지분	147	164	184	205
자본총계	1,269	1,444	1,646	1,868

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	13.8	14.4	14.4	13.8
총자산이익률 (ROA) (%)	5.7	6.2	6.6	6.7
투자자본이익률 (ROIC) (%)	11.4	12.0	12.8	13.9
EBITDA/ 자기자본 (%)	31.3	28.7	26.4	24.9
EBITDA/ 총자산 (%)	13.4	13.1	12.8	12.6
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4
배당성향 (%)	10.8	9.1	8.0	7.3
총현금배당금 (십억원)	16	16	16	16
보통주 주당현금배당금(W)	3,000	3,000	3,000	3,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	44.5	42.1	29.4	18.5
총부채/ 자기자본 (%)	134.3	119.0	106.7	97.8
순이자비용/ 매출액 (%)	1.5	1.9	1.8	1.7
EBIT/ 순이자비용 (X)	6.9	6.1	6.8	7.3
유동비율 (%)	97.0	107.3	118.9	131.2
당좌비율 (%)	76.0	75.1	86.4	98.2
총발행주식수 (mn)	6	6	6	6
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
시가총액	949,000	803,000	803,000	803,000
시가총액 (십억원)	5,667	4,797	4,797	4,797

2014. 5. 12
Company Report

빙그레 (005180.KS)

Hold (하향)

목표주가 100,000원 (하향)

현재가 ('14/05/08) 88,300원

업종 음식료

KOSPI 1,950.60

KOSDAQ 546.89

시가총액(보통주) 869.9십억원

발행주식수(보통주) 9.9백만주

52주 최고가 ('13/05/08) 129,500원

최저가('13/11/14) 84,600원

평균거래대금(60일) 3.2십억원

배당수익률(2013) 1.29%

외국인지분율 22.1%

주요주주

김호연 외 2인 37.1%

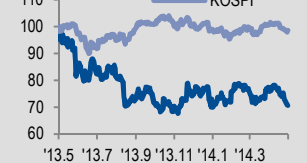
Templeton Investment 7.2%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 -6.7 0.5 -31.8

상대수익률 -8.0 2.2 -31.6

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@wooriwm.com

내수 실적 호조 vs 수출 부담

주요 제품 가격 인상에 기반한 성장성과 수익성 동시 개선으로 내수 실적의 가파른 개선 기대. 다만 CAPEX 수반되지 않는 해외 성장 모델로 기대감 컸던 수출 부문이, 중국 정부의 유음료 수입 규제 강화로 다소 더딘 개선 예상

내수 부문 ASP와 판매량 모두 건강한 성장 기대

- 2014년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 7.8%, 32.6% 성장 추정
- 가격 인상의 힘이 가장 강력한 동력. 유음료 가격 인상에 이어 빙과류 공급 가격도 성수기 동안 높아질 가능성 큼. 유음료와 빙과 각각 매출 성장률 7.0%, 8.4%로 전망. 빙과 부문의 가격 인상 5.5% 가정한 수치
- 작년에 긴 장마 때문에 계절 아이템 소비가 부진했으나, 올해 작년만큼 날씨가 나쁘지 않다면 2~3분기 동안 탄력적 실적 회복 기대. 특히 동사 빙과 매출 중 60%를 차지하는 바타입(bar-type) 제품의 이익률이 상대적으로 좋은데, 이 중 약 80%가 2~3분기 성수기에 판매되기 때문

중국 정부의 자국 산업 보호 정책은 부담

- 다만 해외 수출 부문은 중국 정부의 자국 산업 보호 위한 외국 유음료 기업 규제 강화 가능성 부담. 언론에 따르면 최근 중국 정부는 올해부터 평가기준을 통과한 유제품 업체에 한해 자국 내 판매를 허용하는 '등록제'를 시행. 허가 신청한 국내 살균유 신청 기업 48개 모두 등록 보류됨. 장기적 관점에서 한국 유음료 업체들의 대중국 수출이 차질 빛을 가능성 높음. 동사의 해외 부문 잠재 성장률 둔화 요인

투자의견 Hold, 목표주가 100,000원으로 하향

- 빙그레에 대한 목표주가를 기존 125,000원에서 100,000원으로 하향하고, 주가 상승 여력 축소로 투자의견 Hold로 하향함. 목표주가 하향은 14~15년 수출 부문 성장률을 각각 16%, 14%에서 11%, 10%로 낮춰 잡은 데 따른 것. 동사의 2014년 기준 PER은 약 17배로 해외 부문 성장성이 담보되지 않는다면 밸류에이션 프리미엄 확대 여력 제한적

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	789	9.5	67	7.0	51	5,152	20.8	21.7	2.5	10.9	12.2	24.4	-145
2013	805	2.0	51	8.5	37	3,805	-26.1	25.5	2.1	11.0	8.3	20.8	-150
2014E	865	7.5	67	6.3	52	5,270	38.5	18.5	1.9	8.1	10.7	20.5	-217
2015F	908	5.0	72	7.7	60	6,060	15.0	16.1	1.7	7.4	11.3	19.7	-250
2016F	944	4.0	77	7.9	64	6,524	7.7	15.0	1.6	6.6	11.2	18.7	-291

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

빙그레 실적 전망 변경 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	805.1	865.1	907.9	944.1
	- 수정 전	789.1	803.3	889.2	950.2
	- 변동률	2.0	7.7	2.1	-0.6
영업이익	- 수정 후	50.7	66.7	72.1	77.0
	- 수정 전	66.8	50.6	67.8	76.5
	- 변동률	-24.1	31.9	6.3	0.6
영업이익률 (수정 후)		6.3	7.7	7.9	8.2
EBITDA		73.4	91.6	96.6	101.2
순이익 (지배주주지분)		37.5	51.9	59.7	64.3
EPS	- 수정 후	3,805	5,270	6,060	6,524
	- 수정 전	5,152	3,956	5,716	6,494
	- 변동률	-26.1	33.2	6.0	0.5
PER		25.5	16.8	14.6	13.5
PBR		2.1	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA		11.0	7.1	6.4	5.7
ROE		8.3	10.7	11.3	11.2

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임.

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

빙그레 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	52	60	64	69	70	68	110	121	133	152	167	188
Shareholder's equity	504	550	602	657	714	769	859	955	1,059	1,174	1,297	1,432
Forecast ROE (FROE)	10.7%	11.3%	11.2%	10.9%	10.2%	9.2%	13.5%	13.3%	13.2%	13.6%	13.5%	13.8%
Spread (FROE-COE)	1.9%	2.5%	2.4%	2.1%	1.4%	0.4%	4.7%	4.5%	4.4%	4.8%	4.7%	5.0%
Residual income	9	13	14	13	9	3	38	41	44	54	58	68
Cost of equity (COE)	8.8%											
Beta	0.8											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity												
PV of forecast period RI	465											
PV of continuing value	187											
Equity value (C+P)	257											
No of shares (common, mn)	908											
		12m TP										
Fair price (C)		100,303										
Current price (C)		88,300										
Upside (-downside)		13.6%										
Implied P/B (x)		2.1										
Implied P/E (x)		17.9										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

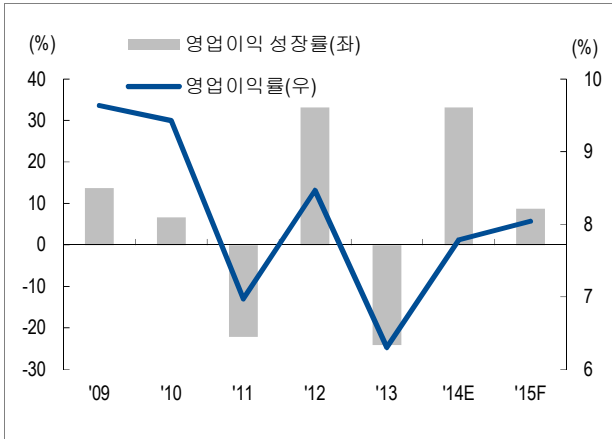
빙그레의 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액(십억원)						
냉장품목군	404	443	462	495	515	535
내수	400	429	441	472	491	509
수출	4	13	21	23	24	26
냉동 및 기타	317	346	343	371	393	409
내수	294	310	311	335	353	365
수출	23	36	32	36	40	44
내수 소계	694	740	752	807	843	874
수출 소계	27	49	53	59	64	70
Total	721	789	805	865	908	944
매출성장률(%)						
냉장품목군	6.4	9.7	4.4	7.0	4.1	3.9
내수	6.1	7.4	2.7	7.0	4.0	3.8
수출	50.5	243.3	59.2	8.0	7.0	5.0
냉동 및 기타	3.7	9.3	-1.0	8.0	6.0	4.1
내수	2.5	5.5	0.4	7.5	5.4	3.5
수출	22.8	57.6	-12.9	13.0	12.0	10.0
내수 소계	4.5	6.6	1.7	7.2	4.6	3.7
수출 소계	26.1	84.4	6.4	11.0	10.0	8.1
Total	5.2	9.5	2.0	7.5	5.0	4.0
매출 구성비(%)						
냉장품목군	56.0	56.1	57.4	57.2	56.7	56.7
내수	55.5	54.4	54.8	54.5	54.0	54.0
수출	0.5	1.7	2.6	2.6	2.7	2.7
냉동 및 기타	44.0	43.9	42.6	42.8	43.3	43.3
내수	40.8	39.3	38.7	38.7	38.9	38.7
수출	3.2	4.6	3.9	4.1	4.4	4.7
내수 소계	96.3	93.7	93.5	93.2	92.9	92.6
수출 소계	3.7	6.3	6.5	6.8	7.1	7.4
매출총이익	216	251	232	264	278	291
(매출총이익률)	31.8	28.8	30.5	30.7	30.8	30.9
(%y-y)	16.2	-7.6	13.8	5.5	4.5	3.6
영업이익	50	67	51	67	72	77
(영업이익률)	8.5	6.3	7.7	7.9	8.2	8.3
(%y-y)	33.1	-24.1	31.5	8.1	6.8	4.9
순이익	40	51	37	52	60	64
(순이익률)	5.5	6.4	4.7	6.0	6.6	6.8
(%y-y)	27.2	-26.1	38.5	15.0	7.7	6.7

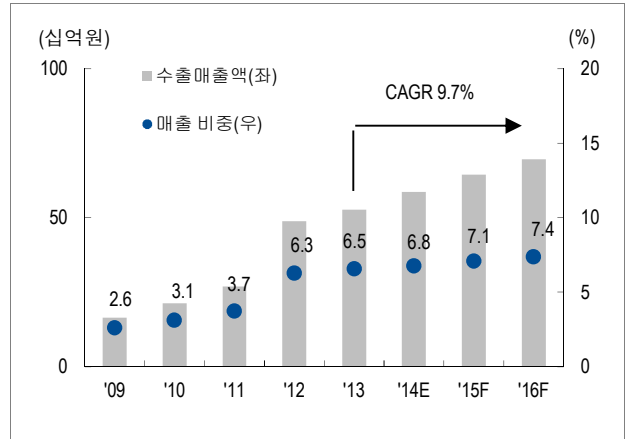
자료: 빙그레, 우리투자증권 리서치센터 전망

가격 인상 후 14년 국내 사업 이익 성장을 큰 폭 회복 전망



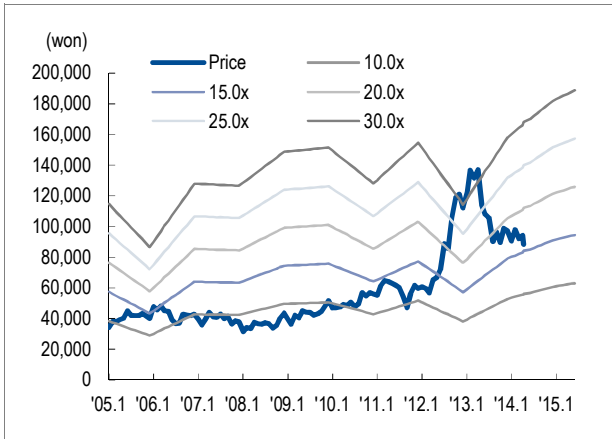
자료: 빙그레, 우리투자증권 리서치센터 전망

매출 중 수출 기여도 2016년까지 약 7.4%로 전망



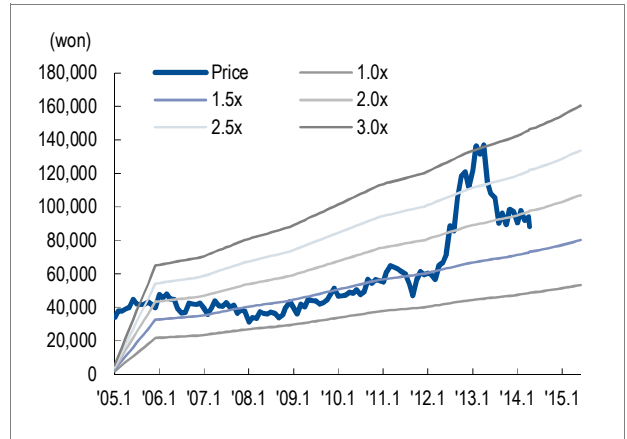
자료: 빙그레, 우리투자증권 리서치센터 전망

빙그레의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

빙그레의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	805	865	908	944
증감률 (%)	2.0	7.5	5.0	4.0
매출원가	573	601	630	653
매출총이익	232	264	278	291
Gross 마진 (%)	28.8	30.5	30.7	30.8
판매비와 일반관리비	181	197	206	214
영업이익 (GP-SG&A)	51	67	72	77
증감률 (%)	-24.1	31.5	8.1	6.8
OP 마진 (%)	6.3	7.7	7.9	8.2
EBITDA	73	92	97	101
영업외손익	-1	7	8	9
금융수익(비용)	5	7	8	9
기타영업외손익	-6	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	50	69	79	85
법인세비용	12	17	19	21
계속사업이익	37	52	60	64
당기순이익	37	52	60	64
증감률 (%)	-26.1	38.5	15.0	7.7
Net 마진 (%)	4.7	6.0	6.6	6.8
지배주주지분 순이익	37	52	60	64
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	3	-2	-2	-2
총포괄이익	41	50	58	62

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	52	66	74	77
당기순이익	37	52	60	64
+ 유무형자산상각비	23	25	25	24
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	78	87	96	100
- 운전자본의증가(감소)	-9	-3	-2	-2
투자활동 현금흐름	-67	-29	-25	-22
+ 유형자산의감소	1	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-39	-23	-22	-22
+ 투자자산의매각(취득)	-2	-2	-2	-1
Free Cash Flow	13	44	52	55
Net Cash Flow	-15	37	49	55
재무활동 현금흐름	-18	-11	-11	-11
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-18	-11	-11	-11
현금의증가	-34	26	38	44
기말현금 및 현금성자산	22	48	86	130
기말 순부채(순현금)	-150	-217	-250	-291

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	22	80	105	141
매출채권	63	68	72	74
유동자산	293	371	411	459
유형자산	217	215	213	211
투자자산	29	31	33	34
비유동자산	268	268	267	266
자산총계	561	639	678	725
단기성부채	1	1	2	4
매입채무	38	41	43	45
유동부채	72	77	82	87
장기성부채	3	3	2	0
장기충당부채	8	9	9	10
비유동부채	25	27	27	26
부채총계	96	103	108	112
자본금	50	50	50	50
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	360	401	450	503
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	465	504	550	602

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	25.5	16.8	14.6	13.5
PER (High,X)	36.8	19.1	16.6	15.4
PER (Low,X)	21.6	16.5	14.4	13.3
PBR (X)	2.1	1.7	1.6	1.4
PBR (High,X)	3.0	2.0	1.8	1.6
PBR (Low,X)	1.7	1.7	1.6	1.4
PCR (X)	12.2	10.0	9.1	8.7
PSR (X)	1.2	1.0	1.0	0.9
PEG (X)	1.3	1.7	2.7	6.9
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.7	2.5	4.0	-44.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	2.3	3.7	5.9	-28.1
EV/EBITDA (X)	11.0	7.1	6.4	5.7
EV/EBIT (X)	15.9	9.8	8.6	7.5
Enterprise Value	806	653	620	578
EPS CAGR (3년) (%)	19.7	9.7	5.4	2.0
EBITPS CAGR (3년) (%)	14.9	6.6	3.6	-0.3
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	11.3	4.6	2.5	-0.5
주당EBIT (W)	5,147	6,771	7,317	7,815
주당EBITDA (W)	7,446	9,298	9,806	10,271
EPS (W)	3,805	5,270	6,060	6,524
BPS (W)	47,195	51,139	55,874	61,074
CFPS (W)	7,936	8,803	9,716	10,181
SPS (W)	81,722	87,814	92,162	95,836
DPS (W)	1,250	1,250	1,250	1,250

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	1.1	2.5	3.6	3.5
Residual Income	5.1	9.3	13.3	13.6
12M RIM Target Price (W)	100,303			
EVA				
투자자본	297.9	300.1	301.3	302.2
세후영업이익	39.7	50.7	54.7	58.4
투자자본이익률 (%)	13.7	16.9	18.2	19.3
투자자본이익률 - WACC (%)	7.3	9.7	11.3	12.4
EVA	21.9	29.1	34.0	37.6
DCF				
EBIT	50.7	66.7	72.1	77.0
+ 유무형자산상각비	23	25	25	24
- CAPEX	-38.7	-22.5	-22.3	-22.3
- 운전자본증가(감소)	-6.0	-5.1	-3.7	-3.1
Free Cash Flow for Firm	28.1	58.0	60.4	63.2
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.6	2.7	2.8	2.8
자기자본비용 (COE)	7.2	8.2	7.7	7.7
WACC(%)	6.4	7.3	6.9	6.9

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	8.3	10.7	11.3	11.2
총자산이익률 (ROA) (%)	6.8	8.7	9.1	9.2
투자자본이익률 (ROIC) (%)	13.7	16.9	18.2	19.3
EBITDA/ 자기자본 (%)	15.8	18.2	17.6	16.8
EBITDA/ 총자산 (%)	13.1	14.3	14.2	13.9
배당수익률 (%)	1.3	1.4	1.4	1.4
배당성향 (%)	29.5	21.3	18.5	17.2
총현금배당금 (십억원)	11	11	11	11
보통주 주당현금배당금(W)	1,250	1,250	1,250	1,250
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-32.3	-43.1	-45.4	-48.4
중부채/ 자기자본 (%)	20.8	20.5	19.7	18.7
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	192.1	523.2	621.9	664.2
유동비율 (%)	410.3	483.4	504.0	530.4
당좌비율 (%)	348.6	421.6	443.0	470.6
총발행주식수 (mn)	10	10	10	10
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	97,100	88,300	88,300	88,300
시가총액 (십억원)	957	870	870	870

2014. 5. 12
Company Report

롯데칠성 (005300.KS)

Hold (하향)

목표주가 1,700,000원 (하향)

현재가 ('14/05/08) 1,595,000원

업종 음식료

KOSPI 1,950.60

KOSDAQ 546.89

시가총액(보통주) 1,847.1십억원

발행주식수(보통주) 1.2백만주

52주 최고가 ('13/09/30)) 1,697,000원

최저가('13/06/26) 1,315,000원

평균거래대금(60일) 2.5십억원

배당수익률(2013) 0.25%

외국인지분율 25.0%

주요주주

신격호 외 2인 52.9%

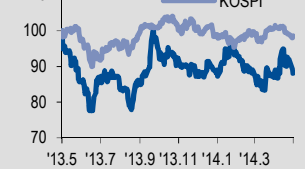
국민연금공단 10.3%

주가상승률(%) 3개월 6개월 12개월

절대수익률 -6.4 9.0 11.5

상대수익률 6.7 6.5 12.1

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@wooriwm.com

신사업, 불확실성 상존

맥주 사업 신규 진출에 따라 단기 이익 변동성 확대 국면 돌입. 장기적으로 기업 의 ROE를 상승시키는 계기 될 수 있으나 현재로서는 투자자 입장에서 위험 관리 가 더 필요

맥주 사업 진출, 경쟁 구도의 대대적 변화 예상

- 동사는 새로운 맥주 브랜드 'Kloud'를 출시하고 본격적 사업 시작. 레귤러 맥주 대비 약 15% 높은 가격에 공급. 오랫동안 하이트-오비가 양분하던 국내 맥주 시장은 이로서 3자 체제로 재편. 맥주 산업의 경쟁 구도에 대대적인 변화 예상
- 동사는 약 5만 킬로리터의 맥주 생산이 가능한 시설에 지금까지 약 1,700억원을 투자한 바 있고, 올해까지 이 생산 가능 규모는 10만 킬로리터 수준으로 확대되면서 추가 투자가 이뤄질 전망. 만약 시장 안착에 성공할 경우 2015~17년 사이에 약 40만 킬로리터의 생산 시설을 확보할 가능성 높음

ROE 상승의 기회 요인일 수 있으나 단기 이익 가시성 변동 요인

- 동사의 맥주 사업 신규 진출은 단기적으로는 기업 이익 안정성을 훼손하는 요인임. 맥주 산업의 특성상 초기 마케팅 비용과 고정비 지출이 매출액을 상회할 가능성 높기 때문
- 하지만 신규 브랜드가 안정적으로 시장에 정착하고 추가 투자를 통해 규모가 커지는 선순환이 전개되면, 동사로서는 장기 ROE가 높아질 수 있는 기회. 본격적인 사업 확대를 위해 필요한 자본적 지출은 무수익 자산의 효율화나 외부 자금 조달을 통해 이뤄질 수밖에 없기 때문

투자의견 Hold, 목표주가 170만원 하향

- 롯데칠성에 대한 목표주가를 기존 190만원에서 170만원으로 낮추고, 현주가에서 상승 여력 14%로 제한적이기 때문에 투자의견도 Hold로 하향함
- 목표주가 하향은 주류 사업부 마케팅비용 추정치 상향에 따라 14~15년 이익 추정치를 각각 12%, 5% 하향했기 때문. 이익 변동성 확대 국면임을 고려한 보수적 투자전략 권함

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	2,199	5.3	150	6.8	83	66,793	8.0	22.7	0.9	9.2	3.8	65.3	453
2013	2,216	0.8	172	7.8	101	81,289	21.7	18.8	0.9	8.6	4.3	63.2	461
2014E	2,377	7.3	162	6.8	100	80,709	-0.7	18.5	0.8	8.8	4.1	62.1	422
2015F	2,468	3.8	174	7.0	104	83,838	3.9	17.8	0.8	8.1	4.1	61.1	328
2016F	2,551	3.4	197	7.7	119	95,427	13.8	15.6	0.7	7.2	4.4	59.6	237

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데칠성 실적 전망 변경 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	2,215.9	2,376.8	2,467.7	2,550.7
	- 수정 전	2,198.6	2,222.2	2,376.8	2,467.7
	- 변동률	0.8	7.0	3.8	3.4
영업이익	- 수정 후	172.4	161.8	173.7	197.1
	- 수정 전	150.2	171.0	182.7	182.2
	- 변동률	14.8	-5.4	-4.9	8.2
영업이익률 (수정 후)		7.8	6.8	7.0	7.7
EBITDA		280.4	266.9	278.3	300.9
순이익 (지배주주지분)		101.0	100.3	104.2	118.5
EPS	- 수정 후	81,289	80,709	83,838	95,427
	- 수정 전	66,793	84,427	89,393	87,913
	- 변동률	21.7	-4.4	-6.2	8.5
PER		18.8	18.5	17.8	15.6
PBR		0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA		8.6	8.8	8.1	7.2
ROE		4.3	4.1	4.1	4.4

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임.

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데칠성 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	100	104	119	124	115	129	263	271	279	288	329	392
Shareholder's equity	2,510	2,609	2,723	2,842	2,952	3,077	3,325	3,575	3,828	4,082	4,366	4,697
Forecast ROE (FROE)	4.1%	4.1%	4.4%	4.4%	4.0%	4.3%	8.2%	7.9%	7.5%	7.3%	7.8%	8.7%
Spread (FROE-COE)	-4.1%	-4.1%	-3.8%	-3.8%	-4.2%	-3.9%	0.0%	-0.3%	-0.7%	-0.9%	-0.4%	0.5%
Residual income	-102	-106	-100	-105	-123	-118	1	-12	-24	-37	-17	21
Cost of equity (COE)	8.2%											
Beta	0.7											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity												
PV of forecast period RI	2,415											
PV of continuing value	-544											
Equity value (C+P)	72											
No of shares (common, mn)	1,943											
		12m TP										
Fair price (C)		1,699,540										
Current price (C)		1,493,000										
Upside (-downside)		13.8%										
Implied P/B (x)		0.9										
Implied P/E (x)		20.7										

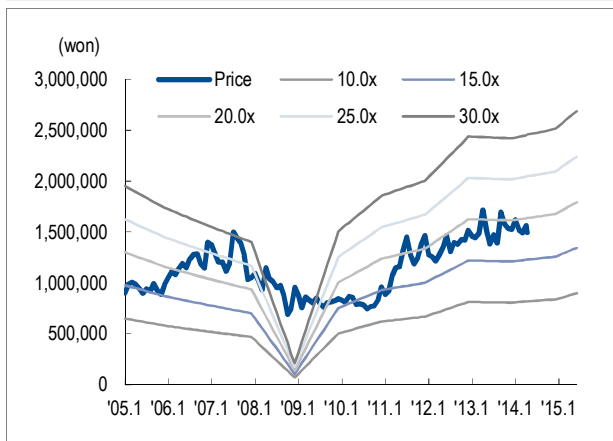
롯데칠성음료의 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액(Total)	2,087	2,199	2,222	2,377	2,468	2,551
음료 부문	1,413	1,526	1,542	1,665	1,748	1,836
주류 부문	788	805	797	837	850	850
기타	16	13	13	13	13	14
(조정)	-130	-146	-129	-138	-144	-148
매출액 성장률	12.9	5.3	1.1	7.0	3.8	3.4
음료 부문	12.7	8.0	1.0	8.0	5.0	5.0
주류 부문	15.4	2.2	-1.0	5.0	1.5	0.0
기타	15.1	-20.2	-3.0	3.0	3.0	3.0
(조정)	26.7	12.3	-11.5	7.0	3.8	3.4
매출원가	1,235	1,308	1,328	1,414	1,471	1,519
음료 부문	904	967	977	1,049	1,103	1,156
주류 부문	462	478	478	502	510	510
기타	2	6	1	1	1	1
(조정)	-133	-144	-129	-138	-144	-148
매출총이익	852	891	894	963	997	1,031
음료 부문	509	559	564	616	645	679
주류 부문	326	327	319	335	340	340
기타	14	7	11	12	12	12
(조정)	3	-2	0	0	0	0
매출총이익률	40.8	40.5	40.3	40.5	40.4	40.4
음료 부문	36.0	36.6	36.6	37.0	36.9	37.0
주류 부문	41.3	40.6	40.0	40.0	40.0	40.0
기타	87.1	50.2	90.0	90.0	90.0	90.0
(조정)	-2.5	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	150	172	162	174	197	202
% of sales	7.2	7.8	7.3	7.3	8.0	7.9
세전이익	122	149	147	152	173	181
% of sales	5.8	6.8	6.6	6.4	7.0	7.1
순이익	83	103	103	107	121	127
% of sales	4.0	4.7	4.6	4.5	4.9	5.0

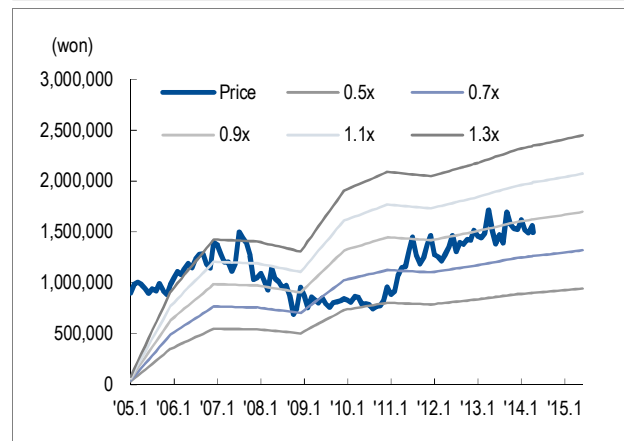
자료: 롯데칠성, 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데칠성의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

롯데칠성의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	2,216	2,377	2,467.7	2,551
증감률 (%)	0.8	7.3	3.8	3.4
매출원가	1,284	1,414	1,471	1,519
매출총이익	932	963	997	1,031
Gross 마진 (%)	42.1	40.5	40.4	40.4
판매비와 일반관리비	759	801	823	834
영업이익 (GP-SG&A)	172	161.8	173.7	197
증감률 (%)	14.9	-6.2	7.4	13.5
OP 마진 (%)	7.8	6.8	7.0	7.7
EBITDA	280	267	278	301
영업외손익	-23	1	-5	-9
금융수익(비용)	-22	1	-5	-9
기타영업외손익	-7	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	5	0	0	0
세전계속사업이익	149	147	152	173
법인세비용	46	44	46	52
계속사업이익	103	103	107	121
당기순이익	103	103	107	121
증감률 (%)	24.8	-0.7	3.9	13.8
Net 마진 (%)	4.7	4.3	4.3	4.8
지배주주지분 순이익	101	100	104	119
비지배주주지분 순이익	2	2	3	3
기타포괄이익	47	0	0	0
총포괄이익	150	103	107	121

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	18.8	19.8	19.1	16.8
PER (High,X)	21.3	20.3	19.6	17.2
PER (Low,X)	15.9	17.5	16.8	14.8
PBR (X)	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR (High,X)	1.0	0.9	0.9	0.8
PBR (Low,X)	0.7	0.8	0.7	0.7
PCR (X)	6.2	7.3	7.2	6.7
PSR (X)	0.9	0.8	0.8	0.8
PEG (X)	3.4	2.7	5.7	5.7
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	4.1	2.6	7.2	-27.5
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	7.9	4.2	17.1	-13.5
EV/EBITDA (X)	8.6	9.3	8.6	7.7
EV/EBIT (X)	14.0	15.4	13.8	11.7
Enterprise Value	2,413	2,487	2,395	2,307
EPS CAGR (3년) (%)	5.5	7.3	3.3	3.0
EBITPS CAGR (3년) (%)	4.6	7.7	2.7	-0.6
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	2.4	4.7	1.1	-1.2
주당EBIT (W)	139,334	130,754	140,365	159,339
주당EBITDA (W)	226,602	215,710	224,951	243,205
EPS (W)	81,289	80,709	83,838	95,427
BPS (W)	1,779,294	1,849,448	1,922,683	2,006,481
CFPS (W)	246,334	217,685	222,885	237,906
SPS (W)	1,791,073	1,921,092	1,994,566	2,061,634
DPS (W)	3,750	3,750	3,500	3,500

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	223	197	225	233
당기순이익	103	103	107	121
+ 유무형자산상각비	108	105	105	104
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-8	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-6	-1	1	0
+ 자산처분손실(이익)	3	0	0	0
Gross Cash Flow	305	269	276	294
- 운전자본의증가(감소)	-27	-10	13	8
투자활동 현금흐름	-210	-152	-149	-147
+ 유형자산의감소	6	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-220	-115	-110	-107
+ 투자자산의매각(취득)	-10	-34	-35	-36
Free Cash Flow	3	82	115	126
Net Cash Flow	13	45	76	86
재무활동 현금흐름	25	-1	-3	-3
자기자본 증가	8	0	0	0
부채증감	17	-1	-3	-3
현금의증가	39	45	73	84
기말현금 및 현금성자산	120	165	238	322
기말 순부채(순현금)	461	422	328	237

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-4.6	-5.8	-5.3	-4.9
Residual Income	-107.4	-101.6	-105.7	-100.1
12M RIM Target Price (W)	1,699,540			
EVA				
투자자본	1,894.3	1,910.4	1,899.4	1,891.2
세후영업이익	149.2	123.0	131.6	148.4
투자자본이익률 (%)	7.8	6.5	6.9	7.8
투자자본이익률 - WACC (%)	1.4	-0.6	0.1	1.0
EVA	27.3	-11.8	1.3	18.6
DCF				
EBIT	172.4	161.8	173.7	197.1
+ 유무형자산상각비	108	105	105	104
- CAPEX	-219.6	-115.0	-110.0	-107.0
- 운전자본증가(감소)	-4.7	-21.2	1.4	-3.6
Free Cash Flow for Firm	12.6	124.6	114.8	138.4
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.4	2.5	2.6	2.6
자기자본비용 (COE)	8.9	9.9	9.4	9.4
WACC(%)	6.4	7.1	6.8	6.8

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	120	160	252	342
매출채권	241	259	268	277
유동자산	780	862	981	1,095
유형자산	1,630	1,651	1,668	1,681
투자자산	1,031	1,065	1,099	1,135
비유동자산	3,179	3,222	3,263	3,302
자산총계	3,958	4,085	4,244	4,397
단기성부채	200	501	534	571
매입채무	192	199	209	216
유동부채	658	977	1,034	1,088
장기성부채	510	213	183	148
장기충당부채	24	25	26	27
비유동부채	875	589	570	547
부채총계	1,533	1,566	1,604	1,634
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	21	21	21	21
이익잉여금	1,839	1,934	2,033	2,147
비지배주주지분	11	13	16	19
자본총계	2,426	2,524	2,625	2,742

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	4.3	4.1	4.1	4.4
총자산이익률 (ROA) (%)	2.7	2.6	2.6	2.8
투자자본이익률 (ROIC) (%)	7.8	6.5	6.9	7.8
EBITDA/ 자기자본 (%)	11.6	10.6	10.6	11.0
EBITDA/ 총자산 (%)	7.1	6.5	6.6	6.8
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향 (%)	4.6	4.6	4.2	3.7
총현금배당금 (십억원)	5	5	5	5
보통주 주당현금배당금(W)	3,750	3,750	3,500	3,500
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	19.0	16.7	12.5	8.6
중부채/ 자기자본 (%)	63.2	62.1	61.1	59.6
순이자비용/ 매출액 (%)	1.0	1.0	0.9	0.9
EBIT/ 순이자비용 (X)	7.6	7.0	7.5	8.5
유동비율 (%)	118.5	88.3	94.9	100.7
당좌비율 (%)	84.6	63.8	70.9	77.1
총발행주식수 (mn)	1	1	1	1
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	1,525,000	1,599,000	1,599,000	1,599,000
시가총액 (십억원)	1,942	2,051	2,051	2,051

2014. 5. 12
Company Report

KT&G (033780.KS)

Hold (유지)

목표주가 86,000원 (유지)

현재가 ('14/05/08) 86,100원

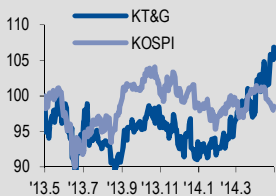
업종 음식료

KOSPI	1,950.60
KOSDAQ	546.89
시가총액(보통주)	11,820.9십억원
발행주식수(보통주)	137.3백만주
52주 최고가('14/05/08)	86,100원
최저가('13/06/27)	71,500원
평균거래대금(60일)	17.7십억원
배당수익률(2013)	4.30%
외국인지분율	59.6%

주요주주	
중소기업은행	6.9%
Lazard Asset LLC	5.0%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.1	11.8	9.5
상대수익률	13.4	13.8	9.9

Price Trend



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@woorim.com

펀더멘털 외 요인이 주가를 움직이는 상황

1Q 실적 통해 수출 담배 회복이 이끄는 실적 정상화 확인. 다만 본격적 펀더멘털 개선이기보다는 제한적 회복으로 해석. 구조적 성장 동력 제공해 줄 평균판매가격 (ASP) 개선이나 경쟁구도 변화가 필요한 국면

펀더멘털보다 그 외 변수들이 주목 받는 시기

- 최근 KT&G를 둘러싼 논의는 담뱃세 인상, 건강보험공단의 소송 제기 등 실적 외 변수들이 주를 이룸. 해당 변수의 방향성에 대한 예측도 추정하기 힘들 뿐더러, 그것이 KT&G의 기업가치에 미치는 영향도 현재로선 가늠하기 어려움
- 특히 일각에서 기대감을 갖고 대하는 담뱃세 인상의 경우 현실화되더라도 동사의 net ASP에 어떤 방식으로 얼마나 영향을 미칠지 예측하기 힘들어 긍정적 요인이라 단정할 수 없음. 추세적인 기업가치 개선을 위해서는 보다 구조적인 실적 개선 동력 필요

배당 매력 높여줄 강력한 실적 동인 필요

- 동사의 영업이익 규모는 2008년 이후 계속 줄어들었지만 주당 배당금은 동기간 2,800원에서 3,200원으로 오히려 증가. 지난 3년간 이익 정체에도 불구하고 주당 배당금 3,200원으로 유지
- 이렇게 감익 기간에도 배당 유지했기 때문에 제한적 증익 전환이 곧바로 배당금 증가로 이어질 수 있을지는 확신하기 어려움. 특히 장기 성장을 위해 해외 투자 (최근 중국 홍삼 사업 위해 380억원 출자) 확대하고 있어 배당 정책 강화는 당분간 어려울 것

Hold 의견과 목표주가 86,000원 유지

- 동사는 현재 2014년 기준 PER 약 16배에 거래되고 있는데, 이는 음식료 업종 평균 수준이면서 동사의 역사적 최고치 수준. 역사적으로 동사 밸류에이션의 가장 중요한 proxy인 배당금이 단기간 의미 있게 증가하기 어렵기 때문에, 주가 상승의 여력도 높지 않다고 판단

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	3,985	7.0	1,036	26.0	738	5,376	-9.6	15.0	2.2	8.5	14.9	30.8	-912
2013	3,822	-4.1	1,013	26.5	571	4,157	-22.7	17.9	1.9	7.9	11.0	31.9	-912
2014E	4,095	7.1	1,087	26.5	771	5,612	35.0	15.3	2.1	8.7	14.1	25.9	-1,141
2015F	4,180	2.1	1,119.5	26.8	816	5,941	5.8	14.5	2.0	8.3	13.9	25.1	-1,404
2016F	4,240	1.4	1,110	26.2	829	6,035	1.6	14.3	1.8	8.2	13.2	23.4	-1,676

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

KT&G의 부문별 실적 전망					(단위: 십억원, %)	
	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	3,722	3,985	3,822	4,095	4,180	4,240
(%y-y)	752.9	705.3	-408.6	714.5	208.7	141.6
KT&G	2,491	2,638	2,511	2,679	2,677	2,658
제조담배	939	832	784.8	848.9	889	915
국내	292	515	526.3	567.0	614	666
수출	2,114	2,244	2,133	2,280	2,307	2,317
부동산 및 기타	1,524	1,656	1,575	1,669	1,662	1,642
한국인삼공사	479	419	394	426	446	459
기타자회사	112	169	165	185	200	216
매출총이익	56.8	56.3	55.8	55.7	55.2	54.7
KT&G	61.2	62.8	62.7	62.3	62.1	61.8
한국인삼공사	51.0	50.4	50.2	50.2	50.2	50.2
기타자회사	38.4	32.8	31.3	32.6	32.5	32.4
(매출총이익률, %)	5.0	6.1	-4.9	6.9	1.2	0.4
KT&G	1.7	8.6	-4.9	6.0	-0.4	-1.2
한국인삼공사	3.9	-12.4	-6.0	8.2	4.7	3.0
기타자회사	98.7	50.9	-2.6	12.2	8.1	8.2
(%y-y)	1,036	1,013	1,087	1,119	1,110	1,136
KT&G	898	972.7	923.6	971.6	965	950
한국인삼공사	200	133.1	125.0	129.0	139	144
기타자회사	-7	-41.1	-35.1	-13.7	15	16
영업이익	27.8	25.4	28.4	27.3	26.5	26.8
KT&G	36.1	36.9	36.8	36.3	36.0	35.7
한국인삼공사	21.3	16.0	15.9	15.2	15.7	15.7
기타자회사	-2.5	-8.0	-6.7	-2.4	2.5	2.4
(영업이익률, %)	-5.1	-2.2	7.3	3.0	-0.9	2.4
KT&G	0.9	4.4	-2.6	5.2	-0.7	-1.5
한국인삼공사	-9.9	-35.1	-6.2	3.2	8.1	3.0
기타자회사	적지	적지	흑전	-61.0	-212.9	5.3
(%y-y)	1,022	882	1,079	1,110	1,128	1,173
KT&G	27.5	22.1	28.2	27.1	27.0	27.7
한국인삼공사	-13.7	22.3	2.9	1.6	4.0	1.9
기타자회사	738	571	771	816	829	862
세전이익	19.8	14.3	20.2	19.9	19.8	20.3
(세전이익률, %)	-22.9	35.0	5.8	1.6	4.0	1.9
(%y-y)	3,722	3,985	3,822	4,095	4,180	4,240
지배주주순이익	752.9	705.3	-408.6	714.5	208.7	141.6
(순이익률, %)	2,491	2,638	2,511	2,679	2,677	2,658
(%y-y)	939	832	784.8	848.9	889	915

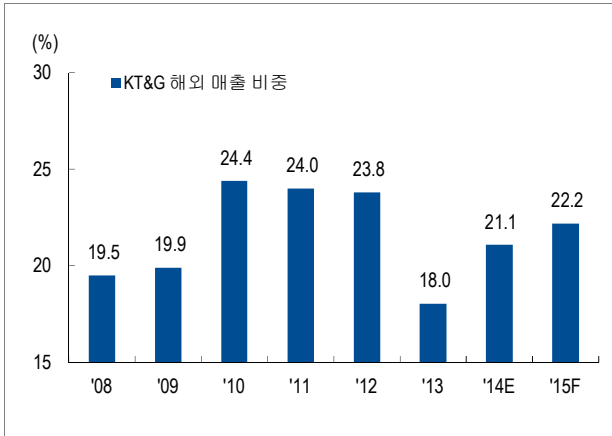
자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터 전망

KT&G의 제조 담배 부문 실적 추정을 위한 가정들

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F
국내 담배시장(억본)	94,921	94,762	90,468	90,018	89,255	88,404	87,520	87,082
(yoy, %)	3.3	-0.2	-4.5	-0.5	-0.8	-1.0	-1.0	-0.5
KT&G 시장점유율(%)	66.1	62.3	58.5	59.0	62.0	61.7	61.7	61.7
해외 ASP (\$)	0.23	0.24	0.27	0.27	0.27	0.30	0.32	0.33
(yoy)	6.7	0.6	14.0	-0.3	2.5	8.3	7.9	3.1

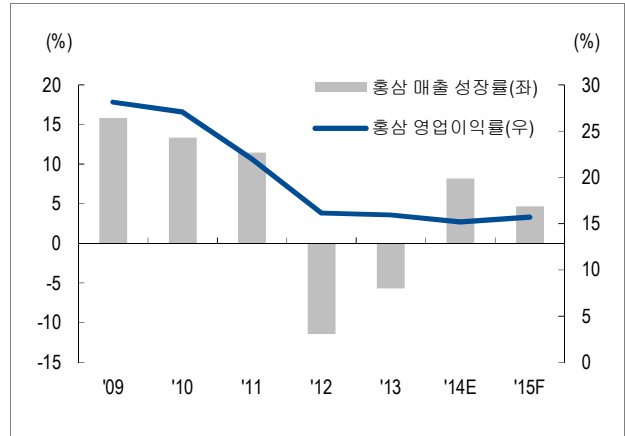
자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터 전망

급격히 축소되었던 해외 담배 부문 비중 점진적 회복 전망



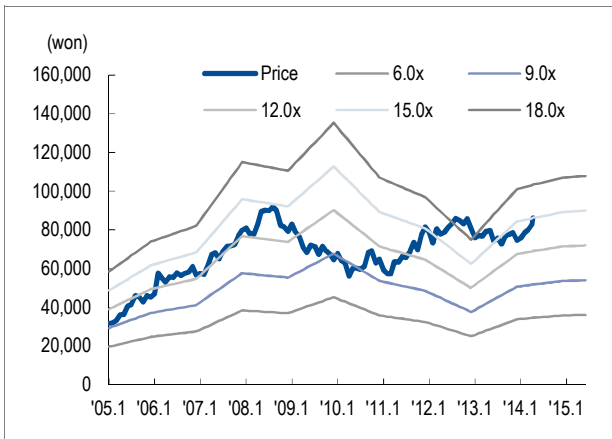
자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터 전망

홍삼 부문 수익성 개선



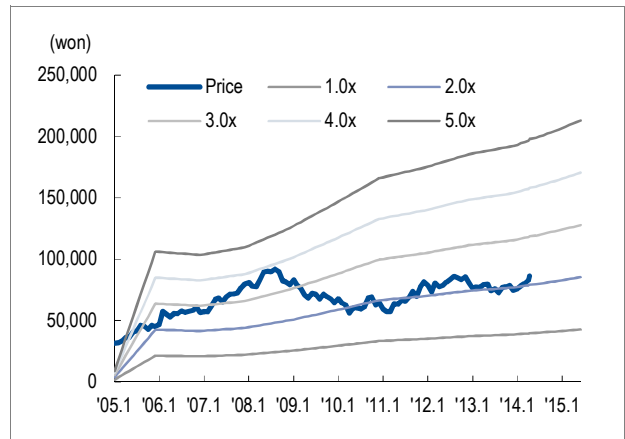
자료: KT&G, 우리투자증권 리서치센터 전망

KT&G의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

KT&G의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	3,822	4,095	4,180.3	4,240
증감률 (%)	-4.1	7.1	2.1	1.4
매출원가	1,689	1,815	1,873	1,922
매출총이익	2,133	2,280	2,307	2,317
Gross 마진 (%)	55.8	55.7	55.2	54.7
판매비와 일반관리비	1,120	1,193	1,188	1,208
영업이익 (GP-SG&A)	1,013	1,087	1,120	1,110
증감률 (%)	-2.2	7.3	3.0	-0.9
OP 마진 (%)	26.5	26.5	26.8	26.2
EBITDA	1,191	1,242	1,264	1,245
영업외손익	-131	55	63	70
금융수익(비용)	16	53	63	70
기타영업외손익	-149	0	0	0
종속 및 관계기업관련손익	2	2	0	0
세전계속사업이익	882	1,079	1,110	1,128
법인세비용	323	324	311	316
계속사업이익	559	755	799	812
당기순이익	559	755	799	812
증감률 (%)	-22.9	35.0	5.8	1.6
Net 마진 (%)	14.6	18.4	19.1	19.2
지배주주지분 순이익	571	771	816	829
비지배주주지분 순이익	-11	-15	-16	-16
기타포괄이익	13	0	0	0
총포괄이익	572	755	799	812

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	17.9	15.3	14.5	14.3
PER (High,X)	19.8	15.9	15.0	14.8
PER (Low,X)	17.1	12.9	12.2	12.0
PBR (X)	1.9	2.1	2.0	1.8
PBR (High,X)	2.1	2.2	2.0	1.9
PBR (Low,X)	1.8	1.8	1.6	1.5
PCR (X)	8.3	10.0	9.9	9.9
PSR (X)	2.7	2.9	2.8	2.8
PEG (X)	1.4	4.0	5.9	3.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	5.8	10.3	45.0	11.3
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	12.0	27.5	-39.9	25.1
EV/EBITDA (X)	7.9	8.7	8.3	8.2
EV/EBIT (X)	9.3	9.9	9.4	9.2
Enterprise Value	9,407	10,755	10,476	10,188
EPS CAGR (3년) (%)	13.2	3.8	2.5	3.8
EBITPS CAGR (3년) (%)	3.1	1.5	0.3	1.3
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	1.5	0.6	-0.4	0.6
주당EBIT (W)	7,381	7,916	8,154	8,083
주당EBITDA (W)	8,673	9,049	9,208	9,068
EPS (W)	4,157	5,612	5,941	6,035
BPS (W)	38,421	41,099	44,105	47,206
CFPS (W)	9,001	8,643	8,681	8,693
SPS (W)	27,836	29,826	30,448	30,879
DPS (W)	3,200	3,200	3,200	3,200

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	583	893	852	837
당기순이익	559	755	799	812
+ 유/무형자산상각비	177	155	145	135
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-2	-2	0	0
+ 외화환산손실(이익)	52	0	-8	-5
+ 자산처분손실(이익)	-23	0	0	0
Gross Cash Flow	1,236	1,187	1,192	1,194
- 운전자본의증가(감소)	-329	30	-29	-41
투자활동 현금흐름	-218	-140	-231	-176
+ 유형자산의감소	15	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-163	-220	-220	-215
+ 투자자산의매각(취득)	-69	1	-29	-17
Free Cash Flow	421	673	632	622
Net Cash Flow	366	753	620	660
재무활동 현금흐름	-390	-567	-428	-438
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-390	-567	-428	-438
현금의증가	-24	185	193	222
기말현금 및 현금성자산	348	533	726	948
기말 순부채(순현금)	-912	-1,141	-1,404	-1,676

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	3.8	5.9	6.2	5.6
Residual Income	197.8	355.7	371.1	352.2
12M RIM Target Price (W)	86,605			
EVA				
투자자본	4,034	3,952	3,935	3,919
세후영업이익	644	751	823	804
투자자본이익률 (%)	16.2	18.8	20.9	20.5
투자자본이익률 - WACC (%)	9.2	11.7	14.1	13.7
EVA	372	463	556	538
DCF				
EBIT	1,013	1,087	1,119	1,110
+ 유/무형자산상각비	177	155	145	135
- CAPEX	-163	-220	-220	-215
- 운전자본증가(감소)	-141	47	-57	-50
Free Cash Flow for Firm	799	649	788	769
WACC				
타인자본비용 (COD)	6.0	2.8	2.9	2.9
자기자본비용 (COE)	7.2	8.2	7.7	7.7
WACC(%)	6.9	7.1	6.7	6.7

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	348	533	726	948
매출채권	806	682	697	707
유동자산	4,189	4,245	4,592	4,901
유형자산	1,622	1,695	1,778	1,864
투자자산	612	612	640	657
비유동자산	2,886	2,951	3,055	3,151
자산총계	7,075	7,196	7,647	8,053
단기성부채	101	58	35	0
매입채무	83	70	72	73
유동부채	1,182	1,086	1,112	1,099
장기성부채	118	0	0	0
장기충당부채	114	109	117	120
비유동부채	527	393	421	430
부채총계	1,709	1,479	1,533	1,529
자본금	955	955	955	955
자본잉여금	487	487	487	487
이익잉여금	4,220	4,587	5,000	5,426
비지배주주지분	91	75	59	42
자본총계	5,365	5,718	6,114	6,523

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	11.0	14.1	13.9	13.2
총자산이익률 (ROA) (%)	8.1	10.6	10.8	10.3
투자자본이익률 (ROIC) (%)	16.2	18.8	20.9	20.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	22.2	21.7	20.7	19.1
EBITDA/ 총자산 (%)	16.8	17.3	16.5	15.5
배당수익률 (%)	4.3	3.7	3.7	3.7
배당성향 (%)	70.6	52.3	49.4	48.6
총현금배당금 (십억원)	403	403	403	403
보통주 주당현금배당금(W)	3,200	3,200	3,200	3,200
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-17.0	-20.0	-23.0	-25.7
중부채/ 자기자본 (%)	31.9	25.9	25.1	23.4
순이자비용/ 매출액 (%)	0.3	0.1	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	85.9	290.2	605.8	1,601.5
유동비율 (%)	354.3	391.0	413.0	445.8
당좌비율 (%)	194.1	212.8	233.4	259.4
총발행주식수 (mn)	137	137	137	137
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	74,500	86,100	86,100	86,100
시가총액 (십억원)	10,228	11,821	11,821	11,821

2014. 5. 12
Company Report

하이트진로(000080.KS)

Hold (유지)

목표주가 25,000원 (유지)

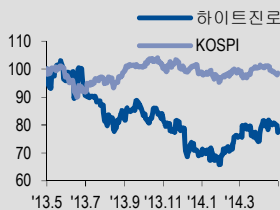
현재가 ('14/05/08) 24,450원

업종	음식료
KOSPI	1,950.60
KOSDAQ	546.89
시가총액(보통주)	1,686.7십억원
발행주식수(보통주)	70.1백만주
52주 최고가('13/02/06)	32,000원
최저가('13/11/26)	24,050원
평균거래대금(60일)	3,826백만원
배당수익률(2012)	4.11%
외국인지분율	18.6%

주요주주
하이트홀딩스 외 18인 58.2%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.9	-5.3	-23.7
상대수익률	11.3	-3.7	-23.4

Price Trend



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@wooriwm.com

맥주 산업 경쟁 심화 우려

롯데칠성의 맥주 시장 신규 진입은 장기적으로 맥주 산업 경쟁 심화와, 기존 업체들의 방어 비용 상승의 계기가 될 것. 동사의 기존 브랜드 Hite 리뉴얼 후 시장 점유율 반등 가능성 상존하나 확인할 시간 필요. Hold 투자의견 유지

'양강 체제'에서 '3자 체제'로

- 롯데칠성이 신규 브랜드 'Kloud'로 맥주 시장 진출. 하이트진로의 주력 제품 대비 15% 높은 소비자 가격에 출시되었고, 최대 생산량 기준 시장 점유율 4%를 넘지 않아 일견 치킨 속의 태풍으로 해석될 수 있음
- 하지만 롯데칠성은 2017년까지 많게는 40만킬로리터(시장 점유율 환산 기준 약 25%)까지 맥주 생산 시설 확장 계획을 마련하고 있어 기존 업체들로서는 부담
- 하이트, 오비가 양분하고 있던 맥주 시장에 규모 있는 제 3자의 출현으로 인해, 이 산업의 적정 이익률이 낮아질 가능성 염두에 뒤야

배당 매력 높여줄 강력한 실적 동인 필요

- 롯데칠성이 신규 브랜드 'Kloud'로 맥주 시장 진출. 하이트진로의 주력 제품 대비 15% 높은 소비자 가격에 출시되었고, 최대 생산량 기준 시장 점유율 4%를 넘지 않아 일견 치킨 속의 태풍으로 해석될 수 있음
- 하지만 롯데칠성은 2017년까지 많게는 40만킬로리터(시장 점유율 환산 기준 약 25%)까지 맥주 생산 시설 확장할 계획에 있어 기존 업체들로서는 부담 요인
- 하이트, 오비가 양분하고 있던 맥주 시장에 규모 있는 제 3자의 출현으로 인해, 이 산업의 적정 이익률이 낮아질 가능성 염두에 뒤야

Hold 투자의견과 목표주가 25,000원 유지

- 동사는 현재 2014년 기준 PER 약 19배에 거래되고 있는데, 이는 음식료 업종 평균 수준이면서 동사의 역사적 최고치 수준. 역사적으로 동사 밸류에이션의 가장 중요한 proxy인 배당금이 단기간 의미 있게 증가하기 어렵기 때문에, 주가 상승의 여력도 높지 않다고 판단

결산기	매출액	증감률	영업이익	영업이익률	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율	순차입금
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(%)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)	(십억원)
2012	2,034	48.1	167	8.2	103	1,470	6.5	20.7	1.5	11.8	7.3	149.7	1,280
2013	1,898	-6.7	161	8.5	79	1,119	-23.9	19.7	1.1	10.0	5.7	156.9	1,248
2014E	1,942	2.3	164	8.4	91	1,283	14.6	18.7	1.2	10.2	6.5	157.1	1,214
2015F	1,995	2.8	177	8.9	95	1,347	4.9	17.9	1.2	9.6	6.7	151.9	1,182
2016F	2,094	4.9	198	9.5	106	1,501	11.4	16.0	1.2	8.9	7.3	149.2	1,135

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

하이트진로 실적 전망 변경 (IFRS 별도)		(단위: 십억원, 원, 배, %)			
		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	1,897.5	1,941.8	1,995.3	2,093.9
	- 수정 전	2,034.6	1,912.0	1,943.0	2,026.3
	- 변동률	-6.7	1.6	2.7	3.3
영업이익	- 수정 후	161.1	163.9	176.8	198.2
	- 수정 전	167.2	173.3	172.6	193.2
	- 변동률	-3.7	-5.4	2.4	2.6
영업이익률 (수정 후)		8.5	8.4	8.9	9.5
EBITDA		282.2	287.9	300.3	321.2
순이익 (지배주주지분)		79.0	91.0	95.5	106.3
EPS	- 수정 후	1,119	1,283	1,347	1,501
	- 수정 전	1,470	1,374	1,319	1,488
	- 변동률	-23.9	-6.6	2.1	0.9
PER		19.7	18.7	17.9	16.0
PBR		1.1	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA		10.0	10.2	9.6	8.9
ROE		5.7	6.5	6.7	7.3

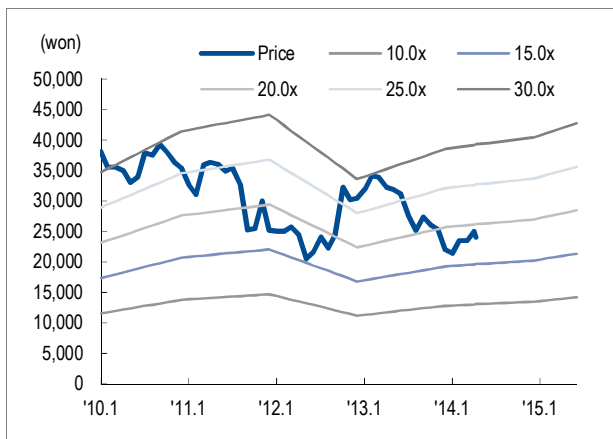
주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임.

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

하이트진로의 부문별 실적 전망					(단위: 십억원, %)	
	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	2,119	2,034	1,898	1,942	1,995	2,094
(y-y, %)	-1.2	-4.0	-6.7	2.3	2.8	4.9
맥주(내수)	960	922	885	879	884	908
소주(내수)	684	735	748	770	804	843
기타	475	467	266	293	308	343
부문별 성장률						
맥주(내수)	-6.1	-3.9	-4.1	-0.7	0.5	2.8
소주(내수)	0.3	7.5	1.8	2.9	4.4	4.8
기타	7.7	-1.5	-43.2	10.4	5.1	11.3
매출총이익	932	907	839	860	883	927
맥주(내수)	461	419	437	437	439	452
소주(내수)	280	300	298	303	316	331
기타	190	187	104	120	128	144
(매출총이익률, %)	44.0	44.6	44.2	44.3	44.3	44.3
맥주(내수)	48.0	45.5	49.4	49.7	49.7	49.8
소주(내수)	41.0	40.8	39.8	39.4	39.3	39.3
기타	40.0	40.0	39.0	41.0	41.5	42.0
(y-y, %)	-5.5	-2.7	-7.4	2.5	2.6	5.0
맥주(내수)	-10.5	-9.1	4.3	-0.1	0.6	3.0
소주(내수)	-4.5	7.1	-0.7	1.7	4.1	4.8
기타	7.7	-1.5	-44.6	16.0	6.4	12.6
영업이익	208	163	171	164	177	198
맥주(내수)	76	55	62	57	66	82
소주(내수)	91	78	89	84	87	91
기타	40	29	20	23	24	25
(영업이익률, %)	9.8	8.0	9.0	8.4	8.9	9.5
맥주(내수)	7.9	6.0	7.0	6.5	7.5	9.1
소주(내수)	13.4	10.6	11.9	10.9	10.8	10.8
기타	8.5	6.2	7.7	7.8	7.8	7.3
(y-y, %)	-27.5	-21.9	5.4	-4.4	7.8	12.1
맥주(내수)	-47.5	-27.4	12.5	-8.1	15.7	24.5
소주(내수)	5.2	-14.4	13.5	-5.6	3.4	4.8
기타	-26.2	-28.3	-29.6	12.2	4.4	4.4
세전이익	111	137	155	121	126	141
(세전이익률, %)	5.2	6.7	8.1	6.2	6.3	6.7
(y-y, %)	-4.8	23.5	12.9	-22.0	4.9	11.3
순이익	70	104	79	91	96	106
(순이익률, %)	3.3	5.1	4.2	4.7	4.8	5.1
(yoy, %)	47.5	47.4	-23.6	15.2	4.9	11.3

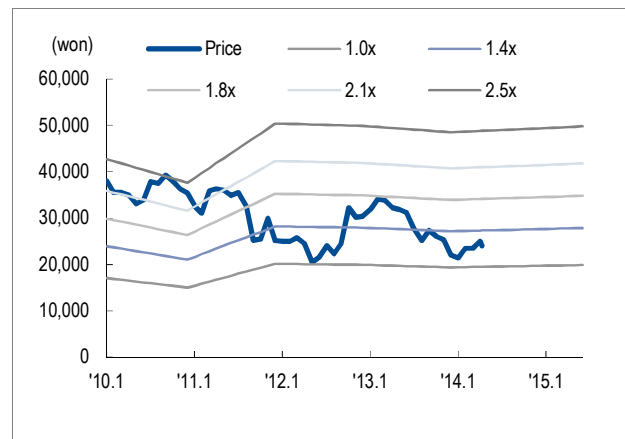
자료: 하이트진로, 우리투자증권 리서치센터 전망

하이트진로의 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

하이트진로의 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	1,898	1,942	1,995	2,094
증감률 (%)	-6.7	2.3	2.8	4.9
매출원가	1,075	1,082	1,112	1,166
매출총이익	823	860	883	927
Gross 마진 (%)	43.4	44.3	44.3	44.3
판매비와 일반관리비	662	696	706	729
영업이익 (GP-SG&A)	161	164	177	198
증감률 (%)	-3.7	1.8	7.8	12.1
OP 마진 (%)	8.5	8.4	8.9	9.5
EBITDA	282	288	300	321
영업외손익	-6	-83	-50	-55
금융수익(비용)	-55	-58	-50	-45
기타영업외손익	48	-25	0	-10
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	155	121	126	141
법인세비용	76	29	31	34
계속사업이익	79	91	96	106
당기순이익	79	91	96	106
증감률 (%)	-23.6	15.2	4.9	11.3
Net 마진 (%)	4.2	4.7	4.8	5.1
지배주주지분 순이익	79	91	95	106
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-17	0	0	0
총포괄이익	62	91	96	106

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	246	225	219	232
당기순이익	79	91	96	106
+ 유/무형자산상각비	121	124	124	123
+ 종속, 관계기업관련손익(이익)	-61	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	-1	0
+ 자산처분손실(이익)	8	0	0	0
Gross Cash Flow	319	309	305	312
- 운전자본의증가(감소)	-6	10	1	2
투자활동 현금흐름	-70	-115	-118	-116
- 유형자산의감소	8	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-101	-111	-115	-113
+ 투자자산의매각(취득)	28	-4	-4	-3
Free Cash Flow	145	114	104	119
Net Cash Flow	176	110	101	116
재무활동 현금흐름	-184	-60	-122	-92
자기자본 증가	2	0	0	0
부채증감	-186	-60	-122	-92
현금의증가	-14	50	-21	24
기말현금 및 현금성자산	63	113	93	116
기말 순부채(순현금)	1,248	1,214	1,182	1,135

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	63	113	91	115
매출채권	532	548	563	591
유동자산	797	867	866	928
유형자산	2,338	2,333	2,331	2,328
투자자산	71	75	79	82
비유동자산	2,756	2,747	2,742	2,735
자산총계	3,553	3,614	3,609	3,664
단기성부채	757	671	673	716
매입채무	138	142	146	153
유동부채	1,397	1,330	1,350	1,427
장기성부채	562	664	608	542
정기충당부채	135	139	143	150
비유동부채	773	878	827	767
부채총계	2,170	2,209	2,177	2,194
자본금	369	369	369	369
자본잉여금	709	709	709	709
이익잉여금	423	445	472	510
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	1,383	1,406	1,433	1,471

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	19.7	18.7	17.9	16.0
PER (High,X)	31.9	20.0	19.1	17.1
PER (Low,X)	19.1	15.9	15.1	13.6
PBR (X)	1.1	1.2	1.2	1.2
PBR (High,X)	1.8	1.3	1.3	1.2
PBR (Low,X)	1.1	1.0	1.0	1.0
PCR (X)	4.8	5.5	5.5	5.4
PSR (X)	0.8	0.9	0.8	0.8
PEG (X)	1.9	1.9	2.0	0.1
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	2.9	2.0	4.0	0.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	4.8	3.6	7.1	0.2
EV/EBITDA (X)	10.0	10.2	9.6	8.9
EV/EBIT (X)	17.5	17.8	16.4	14.3
Enterprise Value	2,814	2,922	2,890	2,843
EPS CAGR (3년) (%)	10.3	9.7	8.9	121.9
EBITPS CAGR (3년) (%)	6.9	9.2	4.4	98.9
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	4.1	5.3	2.5	73.6
주당EBIT (W)	2,315	2,338	2,520	2,826
주당EBITDA (W)	4,056	4,104	4,282	4,579
EPS (W)	1,119	1,283	1,347	1,501
BPS (W)	19,400	19,717	20,096	20,627
CFPS (W)	4,583	4,404	4,353	4,451
SPS (W)	27,270	27,687	28,450	29,856
DPS (W)	1,100	1,000	1,000	1,000

RIM & EVA

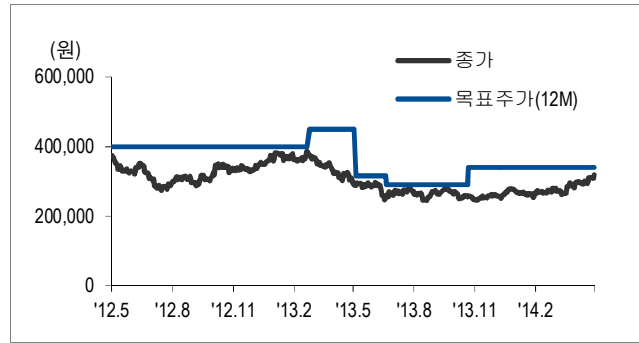
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-2.1	-2.3	-1.6	-0.9
Residual Income	-29.8	-31.6	-29.4	-21.4
12M RIM Target Price (W)	28,279			
EVA				
투하자본	2,698.2	2,686.1	2,680.2	2,675.0
세후영업이익	176.9	123.9	133.6	149.8
투하자본이익률 (%)	6.7	4.6	5.0	5.6
투하자본이익률 - WACC (%)	2.4	-1.1	-0.4	0.5
EVA	63.5	-30.3	-9.8	12.7
DCF				
EBIT	161.1	163.9	176.8	198.2
+ 유/무형자산상각비	121	124	124	123
- CAPEX	-101.0	-111.0	-115.0	-113.0
- 운전자본증가(감소)	-2.1	-0.8	-2.6	-4.8
Free Cash Flow for Firm	104.8	137.7	144.8	164.7
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.2	3.8	3.4	3.0
자기자본비용 (COE)	7.8	8.8	8.3	8.3
WACC(%)	4.4	5.7	5.3	5.1

PROFITABILITY & STABILITY

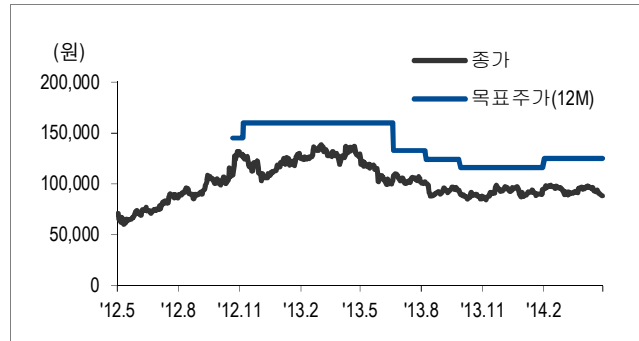
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	5.7	6.5	6.7	7.3
총자산이익률 (ROA) (%)	2.2	2.5	2.6	2.9
투하자본이익률 (ROIC) (%)	6.7	4.6	5.0	5.6
EBITDA/ 자기자본 (%)	20.4	20.5	21.0	21.8
EBITDA/ 총자산 (%)	7.9	8.0	8.3	8.8
배당수익률 (%)	5.0	4.2	4.2	4.2
배당성향 (%)	93.8	74.0	70.6	63.4
총현금배당금 (십억원)	75	68	68	68
보통주 주당현금배당금(W)	1,100	1,000	1,000	1,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	90.2	86.3	82.5	77.1
총부채/ 자기자본 (%)	156.9	157.1	151.9	149.2
순이자비용/ 매출액 (%)	3.0	3.4	2.9	2.4
EBIT/ 순이자비용 (X)	2.9	2.5	3.0	3.9
유동비율 (%)	57.1	65.2	64.2	65.1
당좌비율 (%)	47.0	54.4	53.2	54.2
당발행주식수 (mn)	71	71	71	71
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	22,050	24,050	24,050	24,050
시가총액 (십억원)	1,565	1,708	1,708	1,708

투자이전 및 목표주가 변경내역

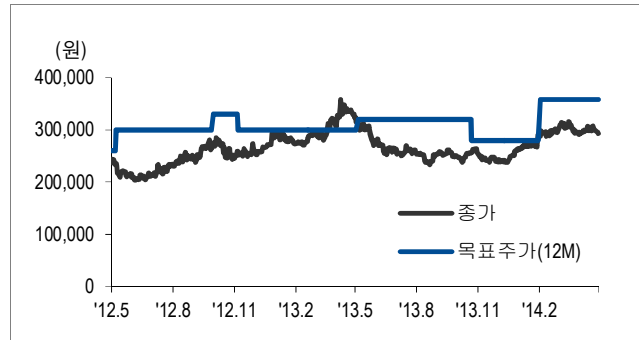
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
CJ제일제당	097950.KS	2014.05.09	Buy	390,000원(12개월)
		2013.10.30	Buy	340,000원(12개월)
		2013.06.28	Hold	290,000원(12개월)
		2013.05.13	Hold	316,000원(12개월)
		2013.03.04	Buy	450,000원(12개월)
		2012.10.10	Buy	400,000원(12개월)
		2012.05.02	담당 Analyst 변경	



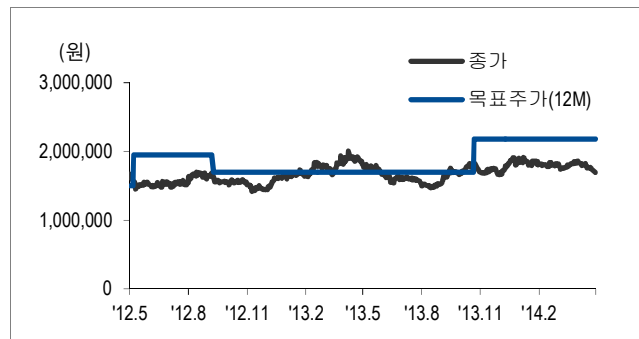
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
빙그레	005180.KS	2014.05.09	Hold	100,000원(12개월)
		2014.02.10	Buy	125,000원(12개월)
		2013.10.07	Buy	116,000원(12개월)
		2013.08.16	Buy	124,000원(12개월)
		2013.06.28	Buy	133,000원(12개월)
		2012.11.14	Buy	160,000원(12개월)
		2012.10.29	Buy	145,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
농심	004370.KS	2014.02.10	Buy	358,000원(12개월)
		2013.10.30	Hold	280,000원(12개월)
		2013.06.28	Buy	320,000원(12개월)
		2013.05.13	Hold	320,000원(12개월)
		2013.01.25	Hold	300,000원(12개월)
		2012.11.14	Buy	300,000원(12개월)
		2012.10.08	Buy	330,000원(12개월)
		2012.05.15	Buy	300,000원(12개월)
		2012.05.02	담당 Analyst 변경	

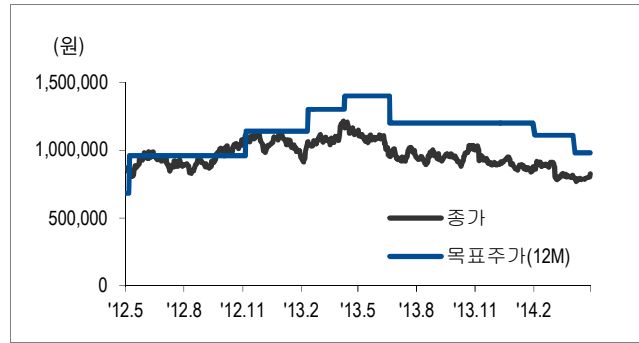


종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
롯데제과	004990.KS	2013.10.30	Buy	2,180,000원(12개월)
		2012.09.17	Hold	1,700,000원(12개월)
		2012.05.15	Buy	1,950,000원(12개월)
		2012.05.02	담당 Analyst 변경	

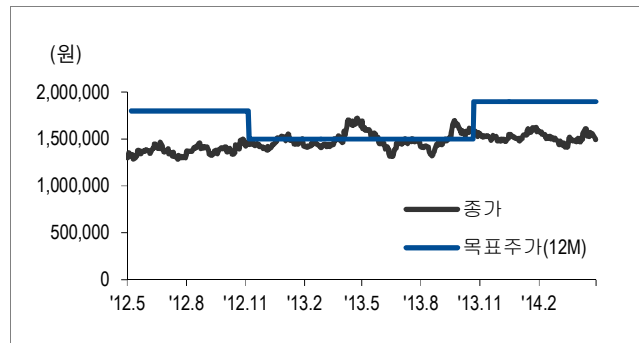


투자이전 및 목표주가 변경내역

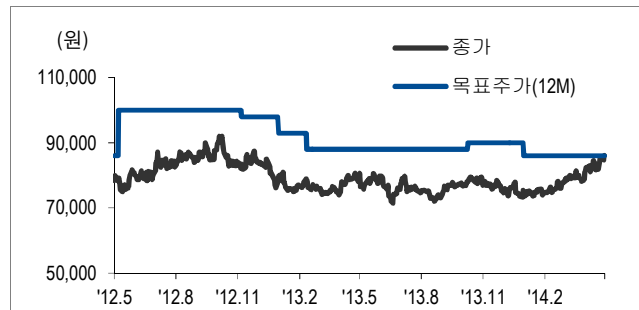
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
오리온	001800.KS	2014.04.14	Buy	980,000원 (12개월)
		2014.02.14	Buy	1,110,000원 (12개월)
		2013.06.28	Buy	1,200,000원 (12개월)
		2013.04.18	Buy	1,400,000원 (12개월)
		2013.02.19	Buy	1,300,000원 (12개월)
		2012.11.14	Hold	1,140,000원 (12개월)
		2012.05.15	Hold	960,000원(12개월)
		2012.05.02	담당 Analyst 변경	



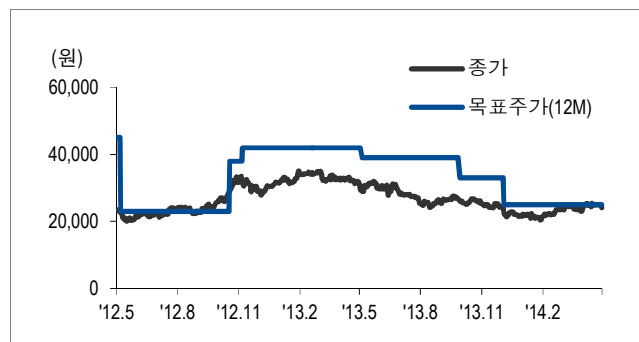
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
롯데칠성	005300.KS	2014.05.09	Hold	1,700,000원(12개월)
		2013.10.30	Buy	1,900,000원(12개월)
		2012.11.14	Hold	1,500,000원(12개월)
		2012.05.15	Buy	1,800,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
KT&G	033780.KS	2014.01.08	Hold	86,000 원(12 개월)
		2013.10.30	Hold	90,000 원(12 개월)
		2013.10.17	Buy	90,000 원(12 개월)
		2013.02.20	Buy	88,000 원(12 개월)
		2013.01.07	Buy	93,000 원(12 개월)
		2012.11.14	Buy	98,000 원(12 개월)
		2012.05.15	Buy	100,000 원(12 개월)
		2012.05.02	담당 Analyst 변경	



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
하이트진로	000080.KS	2013.12.12	Hold	25,000원(12개월)
		2013.10.07	Buy	33,000원(12개월)
		2013.05.13	Buy	39,000원(12개월)
		2012.11.14	Buy	42,000원(12개월)
		2012.10.26	Buy	38,000원(12개월)
		2012.05.15	Hold	23,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings)

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
 - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : 0% ~ 15%
 - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.