



소비재(음식료/화장품)

Neutral

2Q 이익의 회복세 전환. 3Q 상승 모멘텀 건재

2014. 7. 16

음식료/화장품

Analyst 송광수

(02-6309-2622)

kwangsoo.song@meritz.co.kr

RA 박지은

(02-6309-4510)

jeeun.park@meritz.co.kr

Top picks

[화장품]

코스맥스(192820)

Buy, TP 130,000원

아모레퍼시픽(090430)

Buy, TP 1,750,000원

LG생활건강(051900)

Buy, TP 700,000원

에이블씨엔씨(078520)-소형

Buy, TP 32,000원

[음식료]

KT&G(033780)

Buy, TP 115,000원

CJ제일제당(097950)

Buy, TP 400,000원

오리온(001800)-차선호

Buy, TP 1,250,000원

■ 투자 전략: Neutral 유지

- 2Q 실적: 판매 부진으로 성장은 둔화. 이익은 회복세 전환
- 상대적 업종 선호도: 화장품(비중확대) > 음식료(중립)

■ 화장품: 해외사업 성장, 실적 회복, M&A 등 여전히 장기/단기 매력 보유

- 산업 동향: 국내 경기 영향 지속. 관광객의 면세 판매는 여전히 청신호
- **시장대비 30.5% outperform 중** (1Q +3.1%, 2Q +18.9%, 3Q +8.5%)
 - 2Q 동향: 아모레퍼시픽, 코스맥스 등 중국관련 성장주가 지수 견인
 - 투자전략: ① 중국 동부의 소득개선에 따른 화장품 시장의 높은 성장 잠재력을 감안하면 중국관련 성장주는 장기 보유차원의 매수 관점 유지. ② 연말까지 수익률 보안을 위한 모멘텀 종목 비중 확대 필요

[추천] 2Q 코스맥스/LG생활건강 → **[성장]** 코스맥스/아모레퍼시픽 **[모멘텀]**

LG생활건강/에이블씨엔씨

- **코스맥스**: 단기 일시성 비용보다 중국 ODM사업의 성장 잠재력 주목
- **아모레퍼시픽**: 중국 관광객 증가→중국사업에서의 브랜드 가치 증가
- **LG생활건강**: 하반기 수익성 회복 + 추가 M&A 모멘텀 기대
- **에이블씨엔씨(스몰캡)**: 향후 비용구조 개선을 통한 가치회복 기대

■ 음식료: 하반기 대표주의 약 15%의 수익률 게임

- 산업 동향: 음료와 냉동식품 중심의 수요 증가. 곡물가격 하락세
- **시장대비 13.8% outperform 중** (1Q +0.9%, 2Q +10.2%, 3Q +2.7%)
 - 2Q 동향: KT&G/오리온/CJ제일제당/롯데칠성 견조한 상승세 시현
 - 투자전략: ① 대형주: KT&G/CJ제일제당/오리온은 투자포인트 실현으로 추가 상승 예상. ② 테마(중소형): 빙과(계절), 소재/사료(곡물가격)

[추천] 2Q CJ제일제당>KT&G/오리온 → **KT&G/CJ제일제당>오리온**

- **KT&G**: 세금 인상 동반한 ASP개선 기대. (향후 가격전가력 회복 기대)
- **CJ제일제당**: 우호적 곡물가격/환율 흐름. 중국 라이신 가격 회복→글로벌 라이신 가격의 동반 회복세 전환 기대
- **오리온**: 중국사업 성장률 개선 기대 (위안화 기준)

■ 2Q 종목별 실적 예상: 업종 평균(YoY): Sales +5.2%, OP +3.9%

- ① **KT&G**: Sales 9,841억원(+7.6%), OP 2,652억원(+6.6%)
- ② **오리온**: Sales 5,784억원(-0.1%), OP 505억원(+4.9%)
- ③ **CJ제일제당**: Sales 28,570억원(+3.8%), OP 898억원(+12.6%)
- ④ **하이트진로**: Sales 4,884억원(-0.5%), OP 245억원(-43.7%)
- ⑤ **롯데칠성**: Sales 6,100억원(+4.6%), OP 585억원(-1.7%)
- ⑥ **농심**: Sales 5,085억원(+2.4%), OP 175억원(+27.0%)
- ⑦ **LG생활건강**: Sales 11,435억원(+6.3%), OP 1,235억원(+2.8%)
- ⑧ **아모레퍼시픽**: Sales 9,143억원(+14.4%), OP 1,059억원(+11.9%)
- ⑨ **코스맥스**: Sales 1,050억원(+14.7%), OP 103억원(+0.2%)
- ⑩ **에이블씨엔씨**: Sales 1,071억원(+4.1%), OP 4억원
- ⑪ **제닉**: Sales 159억원(+27.0%), OP 3억원



2Q FY14 Earnings Preview

[Market 1-1]

화장품: 해외사업 성장이 주가 견인의 주요 원인

화장품: 연초이후 시장대비 +30.5% outperform 중. (상대수익률 1Q +3.1%, 2Q +18.9%, 3Q +8.5%)

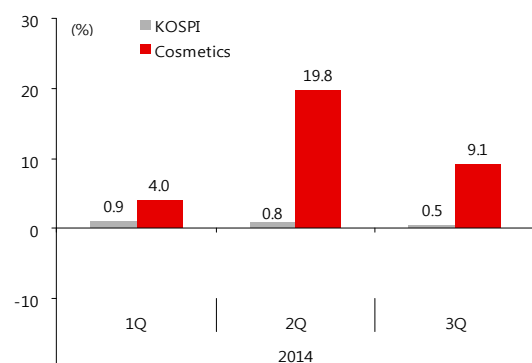
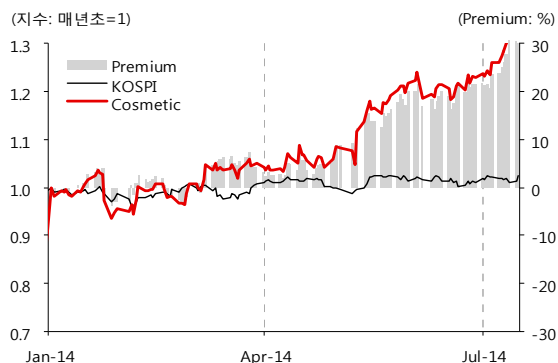
- 중국 동부지역과 광저우의 인당 소득 상승(1만불 이상) → 소비의 모멘텀은 음식료 < 화장품
- 2Q 아모레퍼시픽(아모레G), 코스맥스, 한국콜마 등 성장주 급등세 지속. 3Q 에이블씨엔씨 주가 회복 중

투자전략: 수익성 개선, 해외사업, M&A 등 여전히 모멘텀 보유 → 비중확대 (성장주+단기 모멘텀주 편입 필요)

[Long-term BUY] 코스맥스, 아모레퍼시픽. [모멘텀] LG생활건강, 에이블씨엔씨(스몰캡)

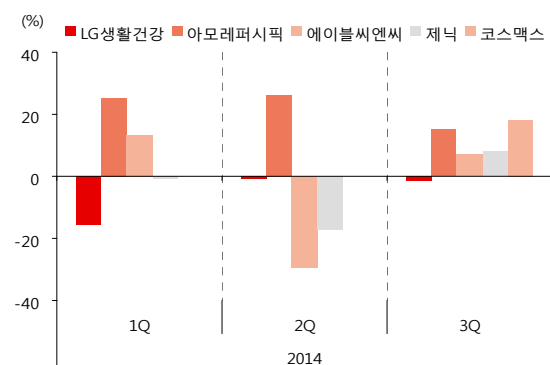
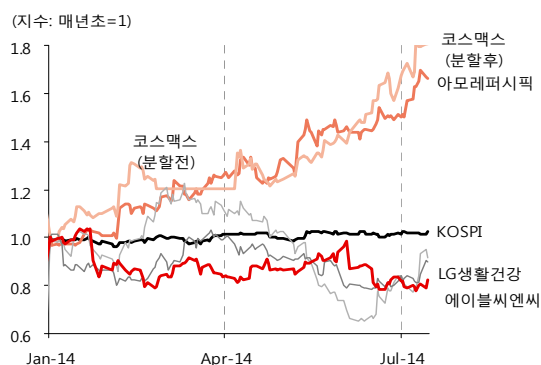
- **코스맥스(192820): 7월 MP 중목.** 일시적 비용보다 해외사업 성장이 포인트. ODM 사업의 성격 상 중국에서의 대규모 주문 추가 발생 가능. 낮은 경쟁 강도로 중국시장의 성장 수혜 기대
- **아모레퍼시픽(090430):** 중국인 관광객 증가에 의한 추가 실적 개선 예상. 장기적 브랜드 가치 개선에 긍정적
- **LG생활건강(051900): 7월 MP 중목.** 하반기 수익성 정상화로 이익 증가폭 확대 예상. M&A 모멘텀 기대
- **에이블씨엔씨(078520): 7월 MP 중목(스몰캡).** 비용구조 개선을 통한 가치 개선 기대
- **제닉(123330):** 홈쇼핑 채널별 브랜드 다변화로 매출 안정화 노력 중. 하반기 중국사업의 성장이 관심 포인트

[그림 1-1] KOSPI/Cosmetic 지수



자료: Quantiwise

[그림 1-2] 화장품 주가 추이 및 수익률



자료: Quantiwise





2Q FY14 Earnings Preview

MERITZ
메리츠증권

[Market 1-2]

음식료: 판가 인상 및 원가 하락 등 단기 모멘텀이 주가 견인

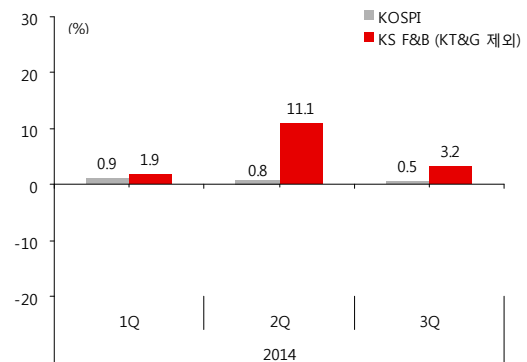
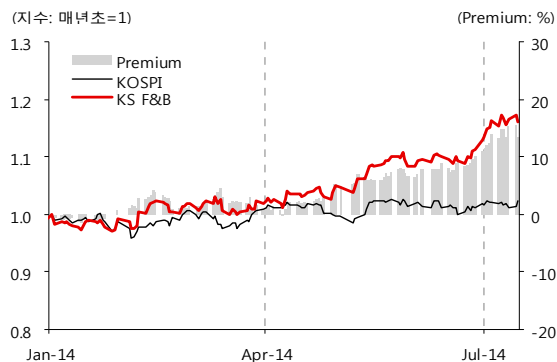
음식료: 연초이후 시장대비 +13.8% outperform 중 (상대 수익률: 1Q +0.9%, 2Q +10.2%, 3Q +2.7%)

- 성장보다는 과거와 같은 모멘텀(판가-원가 변화, M/S 변화)이 주가 동인
- 2Q KT&G, CJ제일제당의 상승세 지속 및 롯데칠성, 오리온 상승세 동참

투자 전략: 하반기 대표주의 15% 내외의 수익률 계임. 종목 선호도 [최선호] KT&G, CJ제일제당 [차선호] 오리온

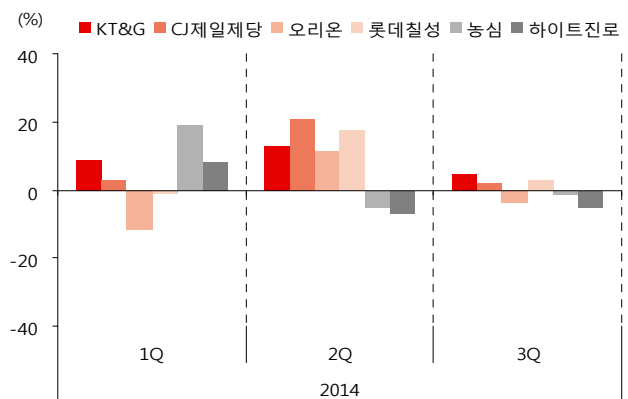
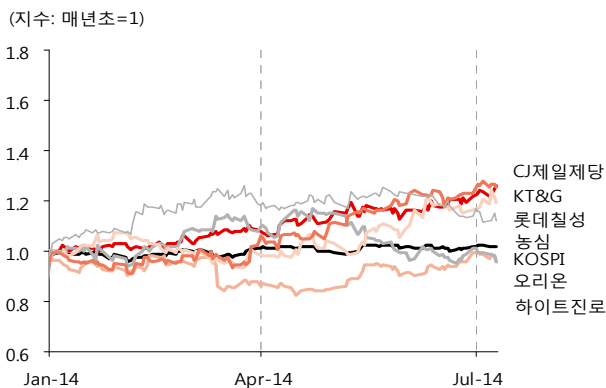
- **KT&G(033780):** 7월 연기금 MP 중목. 담배세 인상과 동반한 ASP 개선 및 가격 전가력 회복
- **CJ제일제당(097950):** 7월 MP 중목. 우호적 곡물가격/환율 흐름. 라이신 가격 상승에 따른 바이오 실적 개선
- **오리온(001800):** 하반기 중국의 위안화 기준 성장률 개선 → 장기적 성장/증설 모멘텀 기대
- **롯데칠성(005300):** 장기적 가치(부동산 및 관계사 지분 등) 무수익 자산 활용)와 비용 증가 우려 공존
- **하이트진로(000080):** 실적 안정성과 청담동 부지 매각(배당재원의 안정) → 배당가치 회복 기대
- **농심(004370):** M/S 회복 필요. 가격 인상 or 원가 하락 없이는 주가의 모멘텀 약화 예상

[그림 1-3] KOSPI/F&B 지수



자료: Quantiwise

[그림 1-4] 음식료 주가 및 수익률



자료: Quantiwise





2Q FY14 Earnings Preview

[투자포인트]

[표 1-1] 종목별 투자 포인트

	투자포인트	특성 요약
아모레퍼시픽	① 국내사업: 면세/디지털 매출 증가로 성장과 수익성 개선 (중국인의 면세 매출 견인 지속) ② 해외사업: 이익을 동반한 고성장: 브랜드력을 기반으로 성장 기대	- Growth (Long-Term) - High PER
LG 생활건강	① 하반기 수익성 정상화 예상 → 2015 년 일본과 중국사업의 성장 기대 ② 자금여력 확충에 따른 추가 M&A 모멘텀 기	- Growth (Long-term) - Mid Term Momentum (M&A) - 단기 비용 부담 해소 예상 - High PER
코스맥스 (중소형)	① 중국 화장품 ODM 사업은 고성장 지속(2014 년 2Q 이후 성장폭 확대 예상) ② 신규공장에서의 초기 가동비용 발생으로 이익 증가는 일시적으로 둔화 예상 ③ 2015 년 중국 사업의 고성장 지속과 신규 공장의 적자 감소 높은 이익 증가 기대	- Growth (Long-Term) - 실적 고성장 - High PER
오리온	① 최근 경기 둔화와 환율 영향으로 제과사업의 성장 둔화 ② 중국은 하반기 신제품 출시와 신공장 가동을 통한 성장성 개선 기대 ③ 해외 사업의 fundamental 점검하며 저점 매수 전략 유효	- Growth (Long-Term) - High PER
CJ 제일제당	① 안정된 곡물가격 기반 소재/가공식품의 수익성 개선 ② 개선하반기 라인인 가격 회복에 따른 수익성 개선 기대	- Turnaround(Commodity) - 하반기 라인인 수익성 개선
에이블씨앤씨 (중소형)	① 향후 비용 구조 개선을 통한 가치 개선 기대 ② 실적 우려 해소 시 중국사업 성장으로 valuation re-rating 가능	- Turnaround(실적 턴) - 하반기 비용 부담 완화
제닉 (중소형)	① 홈쇼핑 채널별 브랜드 다변화를 통해 국내 실적 정상화 기대 ② 중국 홈쇼핑/OEM 사업을 통한 장기 성장성 개선 기대	- Momentum(실적 턴) - 2Q 국내 매출 정상화
KT&G	① 완만한 이익 개선 예상(본사의 비용 절감+자회사의 적자 감축) ② 연말 담배세 인상과 동반한 가격 인상 여부가 최대 기회 요인	- Defensive (배당주) - Momentum (가격인상)
하이트진로	① 하반기 맥주 판매량 회복과 마케팅비 부담 완화로 실적 안정화 기대 ② 무수익 자산 처분 가능	- Defensive (배당주)
롯데칠성	① 기존 음료/주류사업은 건조한 성장과 수익성 개선 예상 ② 신규 맥주사업 진출로 마케팅 비용 등 비용 증가 가능성 존재 (Risk) ③ 무수익 자산(부동산) 효율화 기대	- Defensive - Low PBR(Low ROE)
농심	① 1Q 스낵/음료의 가격 인상으로 이익 회복세 ② 라면 M/S 회복과 수익성 개선의 모멘텀 필요	- Defensive

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[표 1-2] 목표주가와 Valuation

		KT&G	오리온	CJ 제일제당	하이트 진로	롯데칠성	농심	LG 생활건강	아모레 퍼시픽*	코스맥스	에이블 씨앤씨	제닉
주가	(14.7.15)	94,700	912,000	348,500	20,950	1,881,000	278,500	449,000	1,675,000	107,500	26,450	18,250
TP		115,000	1,250,000	400,000	26,000	1,800,000	290,000	700,000	1,750,000	130,000	32,000	25,000
상승여력		21%	37%	15%	24%	-4%	4%	56%	4%	21%	21%	37%
투자의견		BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
EPS	2013	4,157	24,400	8,909	1,127	71,368	14,532	22,877	45,840	2,350	1,084	628
(지배주주)	2014E	5,337	26,188	16,246	471	87,356	16,500	22,074	58,731	2,775	1,129	333
	2015E	5,605	30,340	31,348	770	87,356	16,939	25,132	72,378	3,612	1,468	1,227
BPS*	2013	38,421	188,018	220,147	19,714	1,951,873	246,461	94,465	436,961	6,980	14,501	9,681
(지배주주)	2014E	40,819	208,048	234,221	19,160	1,986,372	252,859	113,518	487,977	9,048	13,834	9,202
	2015E	43,489	238,506	263,632	20,502	2,070,962	257,416	134,620	552,677	12,103	13,809	10,429
ROE	2013	11.0%	13.8%	4.0%	6.7%	4.3%	6.0%	26.0%	11.0%	37.1%	7.9%	6.5%
	2014E	13.5%	13.2%	7.2%	2.9%	4.5%	6.6%	21.2%	12.7%	34.6%	8.4%	3.7%
	2015E	13.3%	13.6%	12.6%	4.6%	4.4%	6.6%	20.3%	13.9%	34.2%	11.1%	12.5%
PER	2013	17.9	38.9	31.1	19.6	21.4	17.3	24.0	21.8	21.2	27.9	34.4
	2014E	17.7	34.8	21.5	44.5	21.5	16.9	20.3	28.5	38.7	23.4	54.8
	2015E	16.9	30.1	11.1	27.2	21.5	16.4	17.9	23.1	29.8	18.0	14.9
PBR	2013	1.9	5.0	1.3	1.1	0.8	1.0	5.8	2.3	7.1	2.1	2.2
	2014E	2.3	4.4	1.5	1.1	0.9	1.1	4.0	3.4	11.9	1.9	2.0
	2015E	2.2	3.8	1.3	1.0	0.9	1.1	3.3	3.0	8.9	1.9	1.7

주) BPS는 자본총계 기준. 아모레퍼시픽은 TP 변경 1개월 이내

자료: 메리츠증권증권 리서치센터.





2Q FY14 Earnings Preview

[Earning Summary]

2Q 이익의 회복세 전환

2Q Preview: 매출 성장률은 하락하였으나, 이익은 증가세 전환 (업종 합산 Sales YoY +5.2%, OP +3.9%)

- 실적 우수 종목: 아모레퍼시픽, KT&G
 - 아모레퍼시픽: 국내 면세/디지털 채널 성장과 해외법인 고성장으로 10% 이상의 실적 증가
 - KT&G: 담배와 분양수익 증가, 자회사 적자 감소로 견조한 실적 증가(당사 전망 소폭 상회 가능)
 - 코스맥스는 높은 매출 성장. 중국사업의 고성장 지속, 이익은 지난해 높았던 OPM의 기저효과 발생
 - CJ제일제당과 농심은 높은 이익 증가. 1) CJ제일제당은 이익 개선 초입. 2) 농심은 1Q 가격인상 효과 지속
- 컨센서스 대비 OP 10% 이상 괴리 종목: CJ제일제당(보수적 전망), 하이트진로(컨센서스 추가 하향 예상)

향후 전망: 음식료 대비 화장품의 earning momentum 강세 지속 예상

- 화장품: 하반기 YoY 매출 +10.3%, 영업이익 +22.5%
- 음식료: 하반기 YoY 매출 +5.1%, 영업이익 +19.4% (CJ제일제당 제외 시 매출 +1.9%, OP +2.4%)

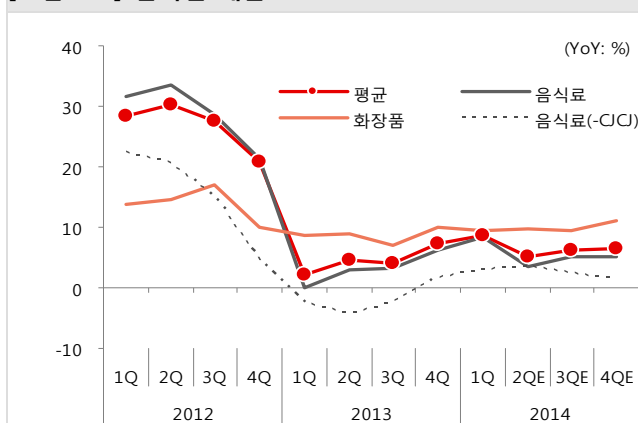
[표 1-3] 2Q 실적 예상 및 컨센서스

(억원, %)	전망 실적				YoY			컨센서스		컨센서스 대비 차이	
	매출액	영업이익	순이익	지배주주	매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
KT&G	9,841	2,652	1,673	1,697	7.6	6.6	-13.2	9,830	2,663	0.1	-0.4
오리온	5,784	505	273	252	-0.1	4.9	9.8	5,876	551	-1.6	-8.4
CJ제일제당	28,570	898	365	311	3.8	12.6	908.1	28,835	1,050	-0.9	-14.5
하이트진로	4,884	245	68	68	-0.5	-43.7	-63.1	4,978	351	-1.9	-30.2
롯데칠성	6,100	585	409	402	4.6	-1.7	-12.7	6,112	584	-0.2	0.2
농심	5,085	175	218	219	2.4	27.0	85.1	5,109	192	-0.5	-8.8
LG생활건강	11,435	1,235	852	826	6.3	2.8	-0.6	11,492	1,276	-0.5	-3.2
아모레퍼시픽	9,143	1,059	821	816	14.4	11.9	6.3	9,155	1,102	-0.1	-3.9
코스맥스	1,050	103	79	82	14.7	0.2	-3.1	1,075	106	-2.3	-2.3
에이블씨엔씨	1,071	4	10	10	4.1	흑전	흑전	1,063	8	0.8	-47.7
제닉	159	3	3	3	27.0	-84.0	-80.0	159	3	0.1	0.3

* 코스맥스 분할: 코스맥스(사업회사), 코스맥스BTI(지주회사)는 3/1(분할기일)부터 실적 집계 예정으로 1Q Preview 제외

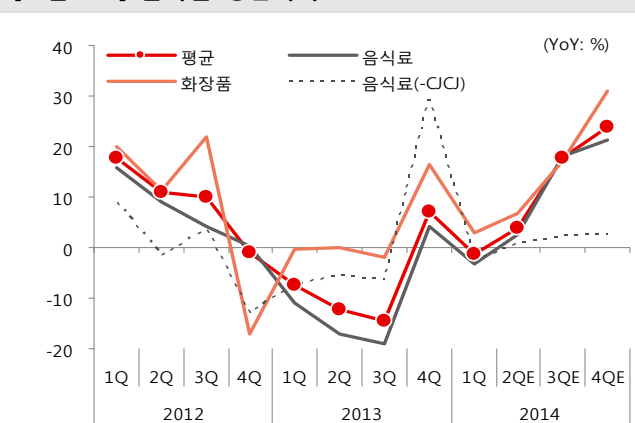
자료: Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 1-5] 분기별 매출 Trend



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

[그림 1-6] 분기별 영업이익 Trend



자료: 메리츠증권증권 리서치센터





2Q FY14 Earnings Preview

[표 1-4] 음식료/화장품 커버리지의 분기 실적 요약 (1)

	(억원, %)	2013				2014				2014				YOY
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	1Q	2Q	3Q	4Q	
KT&G (033780) IFRS 연결	매출액	8,960	9,145	10,240	9,871	9,637	9,841	10,582	10,016	7.5	7.6	3.3	1.5	
	영업이익	2,488	2,487	2,930	2,228	2,601	2,652	2,933	2,240	4.5	6.6	0.1	0.5	
	순이익	1,983	1,927	895	788	1,882	1,673	2,129	1,531	-5.1	-13.2	138.0	94.2	
	(지배주주)	2,031	1,951	927	797	1,921	1,697	2,153	1,557	-5.4	-13.0	132.3	95.2	
	OPM	27.8	27.2	28.6	22.6	27.0	27.0	27.7	22.4					
	NPM	22.1	21.1	8.7	8.0	19.5	17.0	20.1	15.3					
오리온 (001800) IFRS 연결	매출액	6,448	5,790	6,296	6,319	6,548	5,784	6,362	6,105	1.6	-0.1	1.1	-3.4	
	영업이익	930	481	710	466	945	505	810	553	1.6	4.9	14.0	18.7	
	순이익	644	249	443	267	595	273	544	304	-7.5	9.8	22.6	14.1	
	(지배주주)	560	238	419	240	535	252	492	286	-4.5	5.9	17.5	18.8	
	OPM	14.4	8.3	11.3	7.4	14.4	8.7	12.7	9.1					
	NPM	10.0	4.3	7.0	4.2	9.1	4.7	8.5	5.0					
CJ 제일제당 (097950) IFRS 연결	매출액	24,484	27,534	29,233	27,226	28,215	28,570	31,569	29,819	15.2	3.8	8.0	9.5	
	영업이익	1,252	798	749	656	1,174	898	1,653	1,440	-6.3	12.6	120.8	119.7	
	순이익	467	36	777	-570	526	365	821	659	12.5	908	5.6	흑전	
	(지배주주)	361	39	1,205	-439	503	311	743	572	39.2	688	-38.4	흑전	
	OPM	5.1	2.9	2.6	2.4	4.2	3.1	5.2	4.8					
	NPM	1.9	0.1	2.7	-2.1	1.9	1.3	2.6	2.2					
하이트진로 (000080) IFRS 연결	매출액	4,232	4,906	5,181	4,655	4,092	4,884	5,189	4,710	-3.3	-0.5	0.1	1.2	
	영업이익	475	436	406	294	106	245	408	295	-77.8	-43.7	0.5	0.6	
	순이익	175	185	156	275	-15	68	167	111	적전	-63.1	7.4	-59.7	
	(지배주주)	175	185	156	275	-16	68	167	111	적전	-63.2	7.5	-59.7	
	OPM	11.2	8.9	7.8	6.3	2.6	5.0	7.9	6.3					
	NPM	4.1	3.8	3.0	5.9	-0.4	1.4	3.2	2.4					
롯데칠성 (005300) IFRS 연결	매출액	5,120	5,831	6,228	4,980	5,236	6,100	6,511	5,267	2.3	4.6	4.5	5.8	
	영업이익	296	595	643	190	396	585	633	170	33.7	-1.7	-1.6	-10.4	
	순이익	185	468	399	-17	246	409	394	75	33.0	-12.7	-1.1	흑전	
	(지배주주)	180	463	385	-18	240	402	386	68	33.5	-13.2	0.4	흑전	
	OPM	5.8	10.2	10.3	3.8	7.6	9.6	9.7	3.2					
	NPM	3.6	8.0	6.4	-0.3	4.7	6.7	6.1	1.4					
농심 (004370) IFRS 연결	매출액	5,320	4,964	5,078	5,505	5,423	5,085	5,195	5,630	1.9	2.4	2.3	2.3	
	영업이익	304	138	172	313	333	175	187	325	9.4	27.0	9.1	4.1	
	순이익	248	118	231	272	290	218	190	297	16.8	85.1	-17.5	8.9	
	(지배주주)	254	119	233	278	293	219	192	300	15.2	83.9	-17.7	8.1	
	OPM	5.7	2.8	3.4	5.7	6.1	3.4	3.6	5.8					
	NPM	4.7	2.4	4.5	4.9	5.3	4.3	3.7	5.3					

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터





2Q FY14 Earnings Preview

[표 1-4] 음식료/화장품 커버리지의 분기 실적 요약 (2)

	(억원, %)	2013				2014				2014 YOY			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	1Q	2Q	3Q	4Q
LG 생활건강 (051900) IFRS 연결	매출액	10,723	10,755	11,518	10,266	11,284	11,435	12,248	10,898	5.2	6.3	6.3	6.2
	영업이익	1,459	1,202	1,455	848	1,283	1,235	1,585	1,032	-12.1	2.8	8.9	21.7
	순이익	1,032	857	1,171	597	904	852	1,109	669	-12.5	-0.6	-5.3	12.1
	(지배주주)	1,015	833	1,141	584	890	826	1,075	656	-12.3	-0.8	-5.8	12.3
	OPM	13.6	11.2	12.6	8.3	11.4	10.8	12.9	9.5				
	NPM	9.6	8.0	10.2	5.8	8.0	7.4	9.1	6.1				
아모레퍼시픽 (090430) IFRS 연결	매출액	8,038	7,990	7,928	7,048	9,318	9,143	8,973	8,285	15.9	14.4	13.2	17.6
	영업이익	1,402	947	856	494	1,757	1,059	1,099	712	25.3	11.9	28.5	44.0
	순이익	907	772	626	368	1,229	821	852	565	35.6	6.3	35.9	53.6
	(지배주주)	906	769	635	370	1,208	816	847	562	33.3	6.2	33.4	51.9
	OPM	17.4	11.8	10.8	7.0	18.9	11.6	12.2	8.6				
	NPM	11.3	9.7	7.9	5.2	13.2	9.0	9.5	6.8				
코스맥스 (192820) IFRS 연결	매출액	750	915	785	742	853	1,050	953	912	13.8	14.7	21.5	22.9
	영업이익	66	103	66	62	83	103	65	60	25.4	0.2	-1.5	-3.2
	순이익	48	82	42	39	67	79	51	45	40.3	-3.1	19.8	14.1
	(지배주주)	48	82	41	38	68	82	53	47	41.3	0.0	31.7	25.8
	OPM	8.8	11.3	8.5	8.3	9.7	9.9	6.9	6.5				
	NPM	6.4	8.9	5.4	5.3	7.9	7.5	5.3	4.9				
에이블씨엔씨 (078520) IFRS 연결	매출액	970	1,030	1,085	1,340	966	1,071	1,217	1,453	-0.4	4.1	12.2	8.4
	영업이익	63	-21	29	61	-39	4	71	119	적전	흑전	147.2	94.7
	순이익	57	-2	24	47	-27	10	61	99	적전	흑전	155.7	111.8
	(지배주주)	57	-2	24	47	-27	10	61	99	적전	흑전	155.7	111.8
	OPM	6.5	-2.0	2.6	4.6	-4.1	0.4	5.8	8.2				
	NPM	5.9	-0.2	2.2	3.5	-2.8	1.0	5.0	6.8				
제닉 (123330) IFRS 연결	매출액	133	125	190	173	146	159	175	187	9.8	27.0	-7.9	8.0
	영업이익	1	19	7	12	-3	3	9	14	적전	-84.0	26.7	19
	순이익	3	16	5	10	-3	3	8	12	적전	-80.0	38.4	22.0
	(지배주주)	3	16	5	10	-3	3	8	12	적전	-80.0	38.4	22.0
	OPM	0.8	15.0	3.5	7.0	-2.4	1.9	4.9	7.7				
	NPM	2.4	12.6	2.9	5.8	-2.0	2.0	4.3	6.5				

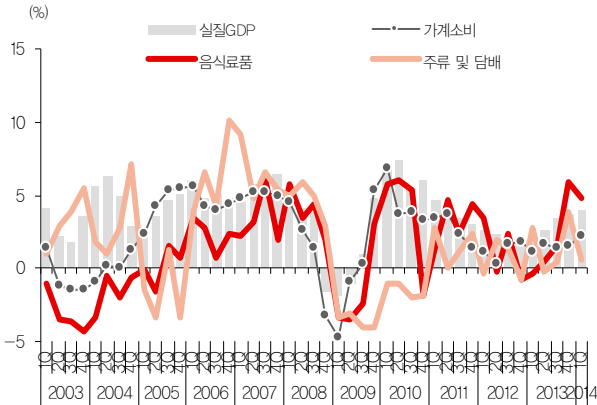
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터





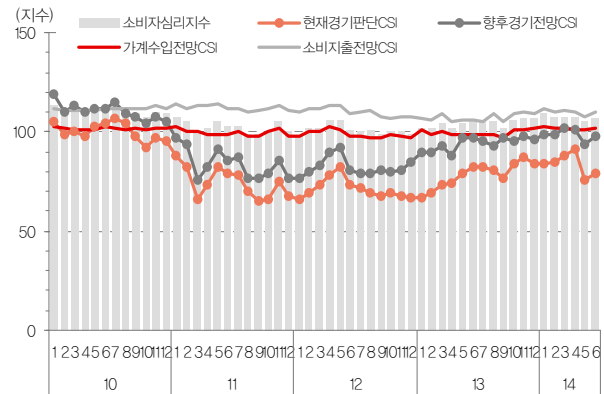
[Demand & Margin] 소비심리 일시적 둔화. 음료, 치즈, 소시지/냉동식품 등의 수요 증가 지속

[그림 1-7] 실질GDP와 가계소비



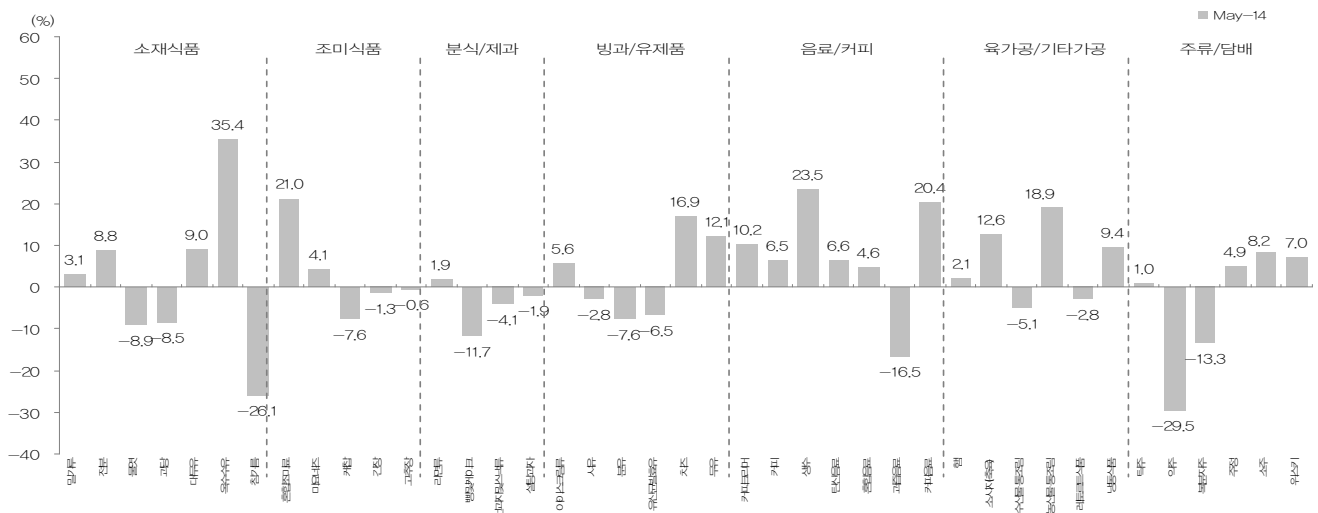
자료: 한국은행

[그림 1-8] CSI: 소비심리 일시적 둔화



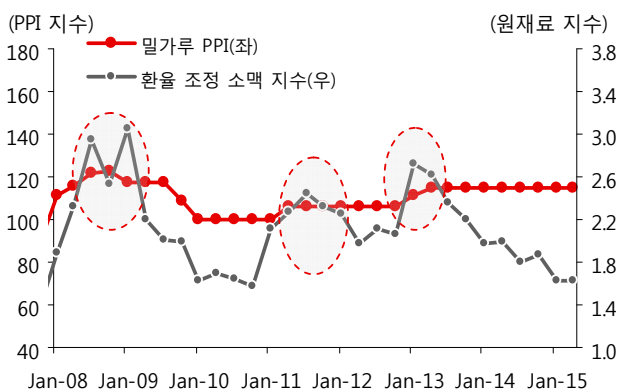
자료: 통계청

[그림 1-9] 5월 누계 증가율: 음료/커피류, 치즈, 소시지/냉동식품/통조림의 수요 증가 지속



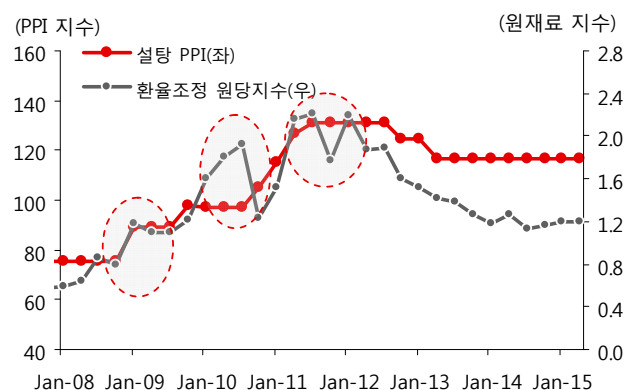
자료: 통계청

[그림 1-10] 밀가루 PPI vs 원재료 지수



자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

[그림 1-11] 설탕 PPI vs 원재료 지수



자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

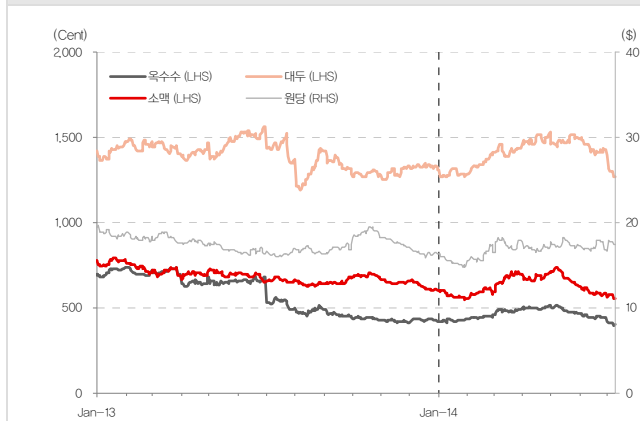




[Commodity Price]

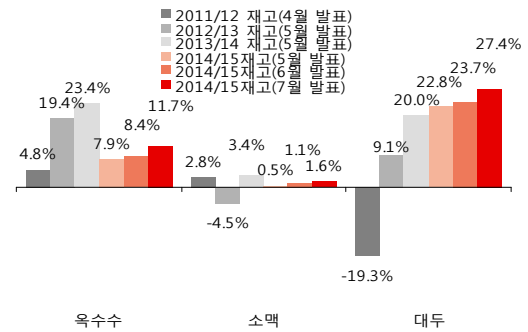
우호적인 기후로 주요 곡물재고 전망 상승, 곡물가격 하락

[그림 1-12] 국제 곡물가격



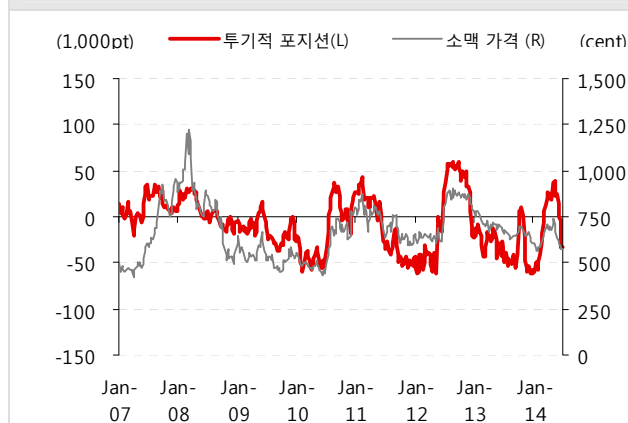
자료: Bloomberg

[그림 1-13] USDA 재고전망 변화



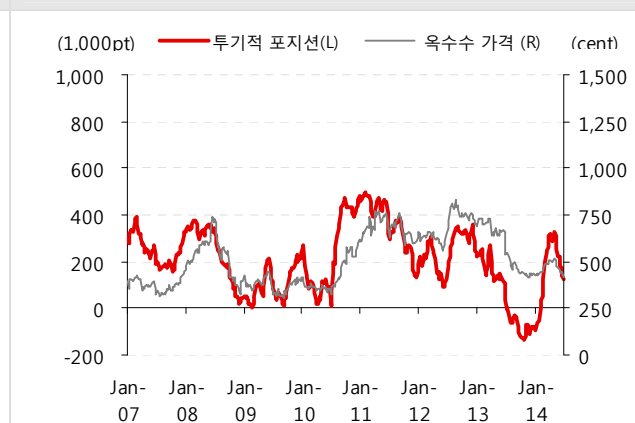
자료: USDA

[그림 1-14] 밀의 투기적 포지션



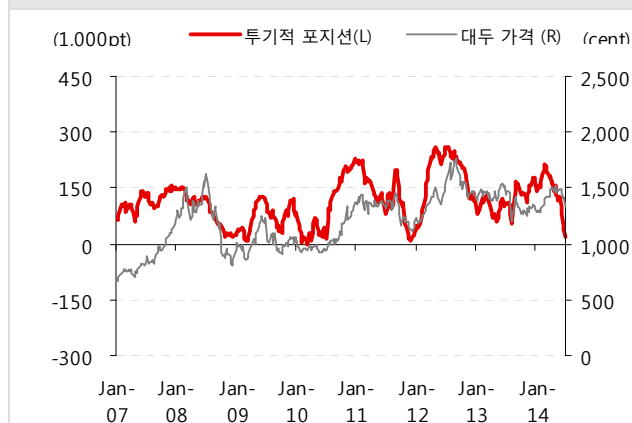
자료: Bloomberg

[그림 1-15] 옥수수의 투기적 포지션



자료: Bloomberg

[그림 1-16] 대두의 투기적 포지션



자료: Bloomberg

[그림 1-17] 원당의 투기적 포지션



자료: Bloomberg





KT&G(033780)

2014. 7. 16

Buy

2Q 견조한 실적 성장 → 담배세 인상 모멘텀

[5/30 전망 유지]

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 115,000원
 현재주가(7.15): 94,700원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 130,016억원
 평균거래대금(60일) 206.6억원
 외국인지분율 60.39%

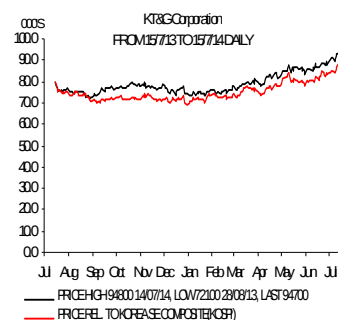
예상EPS(전년비, 연결/지배주주)

FY14 5,337원 (28.4 %)
 FY15 5,605원 (5.0 %)

예상PE(시장대비)

FY14 17.7배 (197.8%)
 FY15 16.9배 (194.5%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 담배(내수/수출)와 분양수익 증가, 자회사 적자 감소 등 견조한 이익 증가세 지속 예상
- 담배세 인상 시 실적 가수요에 의한 모멘텀 기대되며, 세금인상과 동반한 ASP 개선 및 물가 연동제 시행 시 가격 전가력 회복 기대
- Positive: Momentum(가격 인상)

■ Investment Point

1. 담배(내수/수출)와 분양수익 증가, 자회사 적자 감소로 안정적 이익 증가 지속

- 내수 담배: 안정적 M/S 기반으로 ASP 개선에 따른 성장 구조
- 수출 담배: 수출 정상화에 따른 고성장세 지속 전망
- 부동산 수익: 안동부지 개발로 분양수익 연간 1,100억원 예상
- 홍삼사업: 실적 악화 마감
- 기타: 화장품 자회사 마케팅비 절감으로 적자 감소. 영진약품 API 수출로 이익개선

2. 담배세 인상과 동반한 ASP 개선과 물가연동제에 따른 가격 전가력 회복 기대

■ 실적 전망 (증권 전망 유지: 5/30 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 견조한 실적 증가세 지속

- 연결(YoY): Sales 9,841억원(+7.6%), OP 2,652억원(+6.6%), NI 1,673억원(-13.2%)
- KT&G(YoY): Sales 6,655억원(+10.7%), OP 2,425억원(+6.6%).
 ■ 주요 가정 ① 내수 담배: 수요 YoY +0.1%, M/S 61.4%, ASP YoY +1.8%, ② 수출 담배: YoY +36.4%, ③ 외환관련손실 약 330억원
- KGC(YoY): Sales 1,858억원(+2.7%), OP 291억원(-2.6%)
- 현 전망 대비 1) OP 약 50~70억원(전망대비 약 2~3%) 상회 가능. ① 내수 M/S 1Q 수준인 62% 수준 유지 가능 → OP +30~50억원. ② KGC 이익 증가 가능 → OP 효과 +10~20억원. 2) 본사 외환관련손실 약 110억원 증가 가능 (환율 하락)

2. 연간 전망: 세금 인상 결정 시 가수요로 인한 예상을 상회한 실적 흐름 예상

- 연결(YoY): 매출 40,075억원(+4.9%), 영업이익 10,426억원(+2.9%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	39,847	10,359	7,380	5,376	-9.7	35,283	15.0	2.3	8.5	14.9	30.8
2013	38,217	10,133	5,707	4,157	-22.7	36,727	17.9	2.0	8.0	11.0	31.9
2014E	40,075	10,426	7,327	5,337	28.4	39,135	17.7	2.4	8.9	13.5	28.2
2015E	40,481	10,496	7,695	5,605	5.0	41,804	16.9	2.3	8.5	13.3	26.8
2016E	41,139	10,684	7,894	5,750	2.6	44,618	16.5	2.1	8.1	12.8	25.4





2Q FY14 Earnings Preview

[표 2-1] KT&G의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	8,960	9,145	10,240	9,871	9,637	9,841	10,582	10,016	38,217	40,075	40,481	41,139
yoy	-6.8%	-9.0%	-3.7%	3.4%	7.5%	7.6%	3.3%	1.5%	-4.1%	4.9%	1.0%	1.6%
KT&G	5,807	6,013	6,470	6,817	6,311	6,655	6,903	6,829	25,106	26,698	26,381	26,427
한국인삼공사	2,019	1,810	2,363	1,656	2,066	1,858	2,356	1,725	7,848	8,005	8,545	8,960
영진약품	376	427	390	373	401	403	395	400	1,566	1,598	1,630	1,663
태아산업/기타	758	896	1,018	1,024	858	925	929	1,062	3,696	3,774	3,925	4,089
영업이익	2,488	2,487	2,930	2,228	2,601	2,652	2,933	2,240	10,133	10,426	10,496	10,684
margin	27.8%	27.2%	28.6%	22.6%	27.0%	27.0%	27.7%	22.4%	26.5%	26.0%	25.9%	26.0%
yoy	-6.4%	-8.5%	-7.6%	22.9%	4.5%	6.6%	0.1%	0.5%	-2.2%	2.9%	0.7%	1.8%
KT&G	2,251	2,275	2,454	2,255	2,275	2,425	2,476	2,180	9,235	9,356	9,300	9,369
한국인삼공사	380	299	493	79	363	291	482	77	1,250	1,213	1,287	1,340
영진약품	19	42	22	-13	25	26	26	20	69	97	98	100
태아산업/기타	-161	-129	-39	-92	-62	-90	-51	-37	-421	-240	-189	-125
당기순이익	1,983	1,927	895	788	1,882	1,673	2,129	1,531	5,593	7,215	7,597	7,797
margin	22.1%	21.1%	8.7%	8.0%	19.5%	17.0%	20.1%	15.3%	14.6%	18.0%	18.8%	19.0%
yoy	6.5%	-8.5%	-59.8%	-25.3%	-5.1%	-13.2%	138%	94%	-22.9%	29.0%	5.3%	2.6%
KT&G	1,928	1,983	720	382	1,875	1,663	1,934	1,652	5,013	7,123	7,365	7,483
한국인삼공사	315	192	339	47	235	208	353	46	893	843	926	967
영진약품	18	37	16	46	-15	18	18	13	117	34	67	68
태아산업/기타	-277	-285	-181	313	-214	-216	-176	-180	-430	-786	-761	-721
(배당/손상차손익)	0	0	0	702	0	0	0	0	702	0	0	0
지배주주	2,031	1,951	927	797	1,921	1,697	2,153	1,557	5,707	7,327	7,695	7,894
비지배주주	-47	-25	-32	-9	-39	-24	-24	-26	-114	-113	-98	-97

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2-2] KT&G의 분기 및 연간 전망 (IFRS 단위)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,807	6,013	6,470	6,817	6,311	6,655	6,903	6,829	25,106	26,698	26,381	26,427
yoy	-0.5%	-10.2%	-11.2%	3.9%	8.7%	10.7%	6.7%	0.2%	-4.8%	6.3%	-1.2%	0.2%
제조판매 사업	5,488	5,650	6,014	6,271	5,769	6,091	6,378	6,283	23,422	24,522	25,020	25,272
yoy	-2.6%	-11.7%	-13.6%	0.4%	5.1%	7.8%	6.1%	0.2%	-7.2%	4.7%	2.0%	1.0%
내수	4,501	4,669	5,034	4,692	4,277	4,754	5,017	4,644	18,896	18,693	18,688	18,684
yoy	4.0%	-5.0%	-4.3%	5.4%	-5.0%	1.8%	-0.3%	-1.0%	-0.3%	-1.1%	0.0%	0.0%
수출	987	981	981	1,578	1,492	1,337	1,361	1,639	4,527	5,828	6,332	6,588
Yoy	-24.7%	-33.8%	-42.2%	-12.0%	51.2%	36.2%	38.8%	3.8%	-27.9%	28.8%	8.6%	4.0%
부동산 사업	185	198	327	382	385	387	387	389	1,092	1,547	770	474
기타	134	165	128	165	158	177	138	157	592	629	590	681
매출총이익	3,744	3,792	4,044	4,167	3,834	4,046	4,240	4,117	15,746	16,236	16,259	16,465
margin	64.5%	63.1%	62.5%	61.1%	60.7%	60.8%	61.4%	60.3%	62.7%	60.8%	61.6%	62.3%
yoy	2.0%	-10.2%	-13.1%	3.9%	2.4%	6.7%	4.9%	-1.2%	-4.9%	3.1%	0.1%	1.3%
- 판매비	1,493	1,516	1,589	1,912	1,558	1,621	1,764	1,937	6,511	6,881	6,959	7,096
% of Sales	25.7%	25.2%	24.6%	28.0%	24.7%	24.4%	25.6%	28.4%	25.9%	25.8%	26.4%	26.9%
영업이익	2,251	2,275	2,454	2,255	2,275	2,425	2,476	2,180	9,235	9,356	9,300	9,369
margin	38.8%	37.8%	37.9%	33.1%	36.1%	36.4%	35.9%	31.9%	36.8%	35.0%	35.3%	35.5%
yoy	1.2%	-12.9%	-17.7%	18.3%	1.1%	6.6%	0.9%	-3.3%	-5.1%	1.3%	-0.6%	0.7%
+ 금융손익	14	64	97	143	129	112	99	141	317	481	578	672
+ 기타손익	309	276	-947	-1,623	95	-326	-6	-124	-1,984	-361	-94	-99
세전이익	2,574	2,616	1,605	774	2,499	2,211	2,569	2,197	7,568	9,476	9,785	9,942
margin	44.3%	43.5%	24.8%	11.4%	39.6%	33.2%	37.2%	32.2%	30.1%	35.5%	37.1%	37.6%
yoy	10.7%	-8.6%	-49.3%	-57.8%	-2.9%	-15.5%	60.1%	183.9%	-25.7%	25.2%	3.3%	1.6%
유효법인세율	25.1%	24.2%	55.1%	50.6%	25.0%	24.8%	24.7%	24.8%	33.8%	24.8%	24.7%	24.7%
당기순이익	1,928	1,983	720	382	1,875	1,663	1,934	1,652	5,013	7,123	7,365	7,483
margin	33.2%	33.0%	11.1%	5.6%	29.7%	25.0%	28.0%	24.2%	20.0%	26.7%	27.9%	28.3%
yoy	9.4%	-8.1%	-69.9%	-72.1%	-2.7%	-16.1%	168%	332%	-34.8%	42.1%	3.4%	1.6%

자료: KT&G, 메리츠증권증권 리서치센터





오리온(001800)

2014. 7. 16

Buy

2Q 실적 정체 → 중국사업 성장세 전환 기대

[6/20 전망 유지]

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 1,250,000원
 현재주가(7.15): 912,000원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 54,486억원
 평균거래대금(60일) 112.4억원
 외국인지분율 43.28%

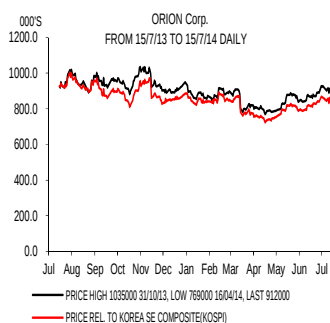
예상EPS(전년비, 연결/지배주주)

FY14 26,189원 (7.3 %)
 FY15 30,340원 (15.9 %)

예상PE(시장대비)

FY14 34.8배 (388.8%)
 FY15 30.1배 (346.4%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 수요 부진과 해외사업의 환율 하락 영향으로 이익 정체 전망
- 중국사업의 하반기 매출 성장세 회복(위안화 기준) 예상 ① 심양 신규공장과 북경 증설라인 가동 효과, ② 신제품 출시, ③ 전통채널로 채널 확대에 하반기 개선 → 신제품을 통한 성장세 개선 시 향후 증설 모멘텀 확대 구조
- Positive: Growth(Long-term)

■ Investment Point

중국사업은 전국사업자(nation-wide player)로 도약을 위한 준비기

- AS-IS: 동부지역에서 중국 매출 80% 발생. 핵심소비 시장인 동부지역에서의 성공은 향후 전국 브랜드 사업자로 도약할 수 있는 토대가 마련된 의미. 동부지역은 소득수준 상승으로 음식료 소비는 질적 성장단계 진입하여 추가 성장을 위해 1) 신제품 출시와 2) 신 채널(마트)에서 전통 채널(TT: traditional trade)까지 채널 확대 계획. 3) 2015년 이후 프리미엄 시장 대응 예정
- TO-BE: 동북지역 본격 공략 및 중서부 진출 준비. 1) 동북 3성: 과거 북경공장에서부터 제품 공급을 통해 제한적 영업→신규 심양공장(금년 4개 라인) 가동으로 본격적 영업 가능. 2) 중서부: 북경공장 증설로 중서부 지역으로의 커버리지 확대 계획. 2017년 중서부 신규공장 설립 예상

■ 실적 전망 (중전 전망 유지: 6/20 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 소비 둔화와 해외사업의 환율 영향으로 실적 정체 예상

- 연결(YoY): Sales 5,784억원(-0.1%), OP 505억원(+4.9%), NI 273억원(+9.8%)
- 국내 제과: 2Q 매출 3% 감소 예상. 세월호 사태 등 소비 부진 지속
- 해외 제과: 현지 환율 하락 영향으로 원화 기준 실적 정체
 - 중국 제과: 매출 정체 예상. 경기 영향과 반부패 정책으로 소비 둔화 지속. 위안화 환율 하락(약 9%)으로 원화 기준으로 성장률 시현 어려운 상황
 - 러시아 제과: 매출 정체 예상. 루블화 환율 하락 영향 지속(약 17%)
 - 베트남 제과: 매출 9% 성장 예상
- 스포츠토토: 1Q 수준 지속 예상 (8월까지 사업 연장)
- 현 전망 대비 OP 소폭 하회 가능. 국내 제과 매출 약 4~5% 감소세(OP 약 -5억원)

2. 연간 전망: 하반기 불리한 환율 영향 지속. 제과사업의 성장률 개선 기대

- 연간(YoY): Sales 24,800억원(YoY -0.2%), OP 2,813억원(YoY +8.7%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	23,680	2,637	1,516	25,413	37.2	151,178	43.2	7.3	18.5	16.3	134.7
2013	24,852	2,588	1,457	24,407	-4.0	174,916	38.9	5.4	16.0	13.8	134.3
2014E	24,800	2,813	1,564	26,189	7.3	195,087	34.8	4.7	14.3	13.2	113.4
2015E	26,108	3,093	1,813	30,340	15.9	225,469	30.1	4.0	13.0	13.6	99.6
2016E	28,649	3,632	2,162	36,193	19.3	262,438	25.2	3.5	11.1	14.1	86.9





2Q FY14 Earnings Preview

[표 2-3] 오리온의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	6,448	5,790	6,296	6,319	6,548	5,784	6,362	6,105	24,852	24,800	26,108	28,649
yoy	3.0%	7.1%	4.7%	5.3%	1.6%	-0.1%	1.1%	-3.4%	4.9%	-0.2%	5.3%	9.7%
제과	5,605	4,905	5,308	5,340	5,676	4,884	5,666	5,868	21,158	22,094	25,121	27,662
yoy	10.3%	9.8%	5.6%	1.7%	1.3%	-0.4%	6.7%	9.9%	6.7%	4.4%	13.7%	10.1%
본사	2,070	1,985	1,868	1,998	1,956	1,922	1,930	2,073	7,922	7,881	8,054	8,231
yoy	-1.0%	1.2%	-7.0%	-6.9%	-5.5%	-3.2%	3.3%	3.7%	-3.5%	-0.5%	2.2%	2.2%
해외	3,568	2,977	3,515	3,510	3,772	3,045	3,820	3,878	13,569	14,514	17,368	19,732
yoy	16.5%	14.9%	12.4%	7.6%	5.7%	2.3%	8.7%	10.5%	12.7%	7.0%	19.7%	13.6%
조정	-33	-57	-74	-168	-52	-83	-83	-83	-332	-301	-301	-301
스포츠레저	659	616	619	627	694	613	409	0	2,522	1,716	0	0
영상	160	268	368	296	126	267	267	217	1,092	877	874	874
매출총이익	2,855	2,413	2,716	2,789	2,896	2,473	2,793	2,901	10,773	11,063	12,184	13,477
margin	44.3%	41.7%	43.1%	44.1%	44.2%	42.8%	43.9%	47.5%	43.3%	44.6%	46.7%	47.0%
yoy	-0.7%	-0.8%	6.7%	19.0%	1.5%	2.5%	2.8%	4.0%	5.7%	2.7%	10.1%	10.6%
판매비	1,925	1,932	2,006	2,323	1,951	1,968	1,983	2,348	8,185	8,250	9,091	9,845
% of Sales	29.8%	33.4%	31.9%	36.8%	29.8%	34.0%	31.2%	38.5%	32.9%	33.3%	34.8%	34.4%
영업이익	930	481	710	466	945	505	810	553	2,588	2,813	3,093	3,632
margin	14.4%	8.3%	11.3%	7.4%	14.4%	8.7%	12.7%	9.1%	10.4%	11.3%	11.8%	12.7%
yoy	-19.7%	-30.4%	19.1%	144.8%	1.6%	4.9%	14.0%	18.7%	-1.9%	8.7%	10.0%	17.4%
영업외손익	-9	14	-43	-28	-5	-10	-10	-10	-66	-36	-25	-25
금융손익	-80	-66	-56	-61	-120	-69	-70	-70	-263	-329	-273	-267
지분법손익	6	6	-9	-1	-2	-5	-5	-5	2	-17	-20	-20
세전이익	848	435	602	376	818	420	725	468	2,261	2,432	2,774	3,320
margin	13.1%	7.5%	9.6%	6.0%	12.5%	7.3%	11.4%	7.7%	9.1%	9.8%	10.6%	11.6%
yoy	-21.4%	-25.9%	17.0%	520.1%	-3.5%	-3.5%	20.5%	24.5%	0.9%	7.5%	14.1%	19.7%
유효법인세율	24.1%	42.9%	26.3%	29.1%	27.3%	35.0%	25.0%	35.0%	29%	29%	29%	29%
당기순이익	644	249	443	267	595	273	544	304	1,602	1,716	1,978	2,366
margin	10.0%	4.3%	7.0%	4.2%	9.1%	4.7%	8.5%	5.0%	6.4%	6.9%	7.6%	8.3%
yoy	-15.5%	-38.1%	7.9%	114.9%	-7.5%	9.8%	22.6%	14.1%	-5.6%	7.1%	15.2%	19.6%
(지배주주)	560	238	419	240	535	252	492	286	1,457	1,564	1,813	2,162

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 2-4] 오리온의 해외 제과사업 전망

(억원, %)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	2013	2014E	2015E	2015E
매출	3,568	2,977	3,515	3,510	3,772	3,045	3,820	3,878	13,569	14,514	17,368	19,732
중국	2,966	2,439	2,895	2,831	3,129	2,474	3,157	3,140	11,131	11,900	14,500	16,700
러시아	182	193	220	239	184	195	228	259	834	865	995	1,065
베트남	420	345	399	440	459	376	435	479	1,604	1,749	1,873	1,967
영업이익	554	238	560	297	570	291	658	289	1,649	1,808	2,321	2,848
중국	477	200	478	265	490	248	573	241	1,420	1,552	2,029	2,513
러시아	15	26	37	-2	13	26	32	10	76	82	98	109
베트남	62	12	45	34	67	17	52	38	153	174	193	226
매출 증가율	16.5	14.9	12.4	7.6	5.7	2.3	8.7	10.5	12.7	7.0	19.7	13.6
중국	15.6	15.1	15.4	7.3	5.5	1.5	9.0	10.9	13.2	6.9	21.8	15.2
러시아	33.1	27.2	-0.2	27.9	1.1	0.9	3.4	8.4	19.8	3.8	15.0	7.0
베트남	16.8	7.6	0.5	0.8	9.4	9.0	9.0	9.0	6.0	9.1	7.1	5.1
영업이익 증가율	-2.1	-12.8	22.5	137.6	2.9	22.4	17.4	-2.7	16.0	9.6	28.3	22.7
중국	-8.5	-13.8	18.6	244.2	2.7	24.1	19.9	-9.2	15.2	9.3	30.7	23.8
러시아	66.7	44.4	208.6	적전	-13.3	0.9	-13.0	흑전	68.9	7.4	20.4	11.1
베트남	73.3	-47.8	7.1	-19.0	8.1	41.0	15.9	12.8	7.2	14.0	10.8	17.1
영업이익률	15.5	8.0	15.9	8.5	15.1	9.6	17.2	7.5	12.2	12.5	13.4	14.4
중국	16.1	8.2	16.5	9.4	15.7	10.0	18.2	7.7	12.8	13.0	14.0	15.0
러시아	8.2	13.5	16.8	-0.8	7.1	13.5	14.1	3.9	9.1	9.4	9.9	10.2
베트남	14.8	3.5	11.3	7.7	14.6	4.5	12.0	8.0	9.5	10.0	10.3	11.5

자료: 오리온, 메리츠증권증권 리서치센터





CJ제일제당(097950)

2014. 7. 16

Buy

2Q 이익 개선 시작 → 선행지표 개선 지속

[6/26 전망 유지]

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 400,000원
 현재주가(7.15): 348,500원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 45,677억원
 평균거래대금(60일) 191.4억원
 외국인지분율 15.75%

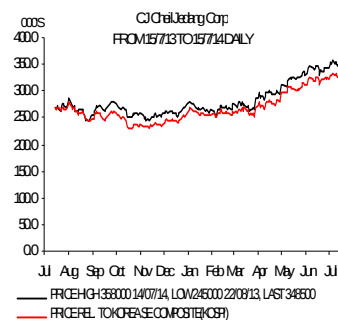
예상EPS(전년비, 연결/지배주주)

FY14 16,054원 (84.1 %)
 FY15 31,145원 (94.0 %)

예상PE(시장대비)

FY14 21.7배 (242.5%)
 FY15 11.2배 (128.9%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 바이오 사업의 적자에도 식품/제약/물류사업의 수익성 개선으로 이익의 증가세 전환 예상
- 하반기 본격적 이익 개선. 식품/제약/물류사업의 안정적 이익+라이신 ASP 회복과 메티오닌 사업의 이익 공헌으로 바이오 사업 흑자 전환 예상
- Positive: Momentum(판가 회복→실적 개선)

■ Investment Point

1. 하반기 수익성 개선에 따른 이익의 증가 지속

- 가공식품/제약 안정적 수익성 지속, 물류사업 수익성 정상화로 이익률 개선 예상
- 소재식품: 곡물가격 하락 → 저가 곡물재고 소진되는 3Q 이후 원가 우려 해소
- 바이오: 라이신 ASP 회복과 메티오닌 사업으로 흑자 전환 기대

2. 주가의 모멘텀을 좌우할 선행지표 개선 기대

- 곡물가격 및 환율: 국제 재고전망 개선으로 최근 1개월간 소맥/옥수수 가격 하락
- 라이신 가격: 중국 라이신 가격 회복세. 글로벌(EU/미국) 가격 동반 회복 기대
 - 중국 유통가격 30% 이상 상승→하반기 ASP 회복 전망(3Q \$1.40, 4Q \$1.50)

■ 실적 전망 (중전 전망 유지: 6/26 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 이익의 증가세 전환

- 연결(YoY): Sales 28,570억원(+3.8%), OP 898억원(+12.6%), NI 365억원(+908%)
- 기존사업: Sales 18,057억원(+1.9%), OP 653억원(-14.6%)
 - 소재식품: 안정적 성장. 저가 곡물 투입에 따른 이익 개선 효과 지속
 - 가공식품: 신제품 판매 호조와 기저효과로 성장세 전환. 저수익 품목 정리 및 일부 품목 가격 인상으로 수익성 개선 지속
 - 사료: 현지 환율하락 영향으로 성장률 둔화 지속
 - 제약: 약가 인하 이후 사업 정상화로 매출 10% 성장과 OPM 10% 지속
 - 바이오: ASP 하락으로 전년대비 매출 감소. ASP 하락과 최근 곡물가격 상승에 따른 수익성 하락으로 전분기 대비 적자 폭 확대 예상
- 물류사업: Sales 10,513억원(+7.0%), OP 245억원(+643%)
 - CJ대한통운: Sales 11,063억원(+4.9%), OP 336억원(+137%). (연결조정 Sales - 550억원, OP -91억원). 경기영향 존재하나, 택배 M/S와 수익성의 회복 지속

2. 연간 전망: 하반기 바이오 사업의 이익 실현 기대

- 연결(YoY): Sales 118,173억원(+8.9%), OP 5,166억원(+49.5%), NI 2,370억원(+234%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	98,775	6,155	2,549	19,299	-20.0	94,979	18.4	3.7	12.5	9.0	136.8
2013	108,477	3,455	1,167	8,722	-54.8	77,627	31.8	3.6	15.4	4.0	170.2
2014E	118,173	5,166	2,128	16,054	84.1	90,571	21.7	3.8	12.1	7.2	169.0
2015E	128,947	8,918	4,107	31,145	94.0	117,263	11.2	3.0	8.4	12.6	156.3
2016E	135,228	9,283	4,328	32,833	5.4	145,488	10.6	2.4	7.8	11.8	145.0





2Q FY14 Earnings Preview

[표 2-5] CJ제일제당의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	2013				2014							
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	24,484	27,534	29,233	27,226	28,215	28,570	31,569	29,819	108,477	118,173	128,947	135,228
yoy	3.2%	12.8%	10.6%	12.4%	15.2%	3.8%	8.0%	9.5%	9.8%	8.9%	9.1%	4.9%
[기존사업]	17,972	17,713	19,423	16,992	18,032	18,057	21,158	19,425	72,100	76,674	84,444	87,845
yoy	5.1%	2.5%	-0.2%	-1.3%	0.3%	1.9%	8.9%	14.3%	1.4%	6.3%	10.1%	4.0%
[식품]	9,606	8,921	10,511	8,640	9,643	9,230	10,806	8,906	37,678	38,585	39,415	40,287
yoy	0.4%	-4.1%	-4.9%	-3.3%	0.4%	3.5%	2.8%	3.1%	-3.0%	2.4%	2.1%	2.2%
[사료]	3,594	3,945	3,932	4,017	3,820	4,164	4,322	4,370	15,488	16,676	18,818	20,692
yoy	25.3%	26.3%	11.4%	16.5%	6.3%	5.6%	9.9%	8.8%	19.4%	7.7%	12.8%	10.0%
[생명공학]	4,773	4,847	4,980	4,335	4,570	4,663	6,031	6,149	18,934	21,413	26,212	26,865
yoy	2.2%	-0.4%	1.9%	-10.3%	-4.2%	-3.8%	21.1%	41.8%	-1.7%	13.1%	22.4%	2.5%
[물류사업]	6,512	9,821	9,810	10,234	10,183	10,513	10,411	10,393	36,377	41,500	44,503	47,384
yoy	-1.5%	37.9%	41.0%	46.0%	56.4%	7.0%	6.1%	1.6%	31.3%	14.1%	7.2%	6.5%
매출총이익	5,268	5,102	5,371	5,041	5,747	5,435	6,732	6,160	20,782	24,074	28,502	29,668
margin	21.5%	18.5%	18.4%	18.5%	20.4%	19.0%	21.3%	20.7%	19.2%	20.4%	22.1%	21.9%
[기존사업]	4,768	4,390	4,731	4,423	4,783	4,405	5,699	5,212	18,312	20,099	24,149	24,997
margin	26.5%	24.8%	24.4%	26.0%	26.5%	24.4%	26.9%	26.8%	25.4%	26.2%	28.6%	28.5%
[식품]	2,502	2,530	3,157	2,620	3,148	2,819	3,442	2,737	10,809	12,146	12,427	12,745
margin	26.0%	28.4%	30.0%	30.3%	32.6%	30.5%	31.9%	30.7%	28.7%	31.5%	31.5%	31.6%
[사료]	495	607	496	711	541	560	600	600	2,309	2,301	2,802	3,065
margin	13.8%	15.4%	12.6%	17.7%	14.2%	13.4%	13.9%	13.7%	14.9%	13.8%	14.9%	14.8%
[생명공학]	1,771	1,253	1,078	1,092	1,094	1,027	1,657	1,874	5,194	5,652	8,920	9,187
margin	37.1%	25.9%	21.6%	25.2%	23.9%	22.0%	27.5%	30.5%	27.4%	26.4%	34.0%	34.2%
[물류사업]	500	712	640	616	964	1,030	1,033	948	2,468	3,975	4,353	4,671
margin	7.7%	7.2%	6.5%	6.0%	9.5%	9.8%	9.9%	9.1%	6.8%	9.6%	9.8%	9.9%
판매비	4,015	4,304	4,622	4,385	4,573	4,537	5,079	4,720	17,327	18,909	19,584	20,385
% Sales	16.4%	15.6%	15.8%	16.1%	16.2%	15.9%	16.1%	15.8%	16.0%	16.0%	15.2%	15.1%
영업이익	1,252	798	749	656	1,174	898	1,653	1,440	3,455	5,166	8,918	9,283
margin	5.1%	2.9%	2.6%	2.4%	4.2%	3.1%	5.2%	4.8%	3.2%	4.4%	6.9%	6.9%
yoy	-21.0%	-49.1%	-56.5%	-48.7%	-6.3%	12.6%	120.8%	119.7%	-43.9%	49.5%	72.6%	4.1%
[기존사업]	1,132	765	819	752	988	653	1,406	1,160	3,468	4,206	7,105	7,308
[물류사업]	120	33	-70	-96	186	245	248	281	-13	959	1,814	1,975
금융손익	-424	-592	1,410	-575	-442	-262	-385	-400	-181	-1,490	-1,578	-1,535
관계사손익	9	-18	-34	-191	5	-14	-14	-14	-233	-37	-37	-37
기타손익	-183	-111	-714	-766	90	-118	-126	-116	-1,774	-270	-485	-489
세전이익	655	77	1,411	-875	826	504	1,129	910	1,267	3,368	6,819	7,222
margin	2.7%	0.3%	4.8%	-3.2%	2.9%	1.8%	3.6%	3.1%	1.2%	2.9%	5.3%	5.3%
yoy	-51.0%	-89.1%	-4.4%	적전	26.2%	554.5%	-20.0%	흑전	-70.2%	165.8%	102.4%	5.9%
[기존사업]	507	112	1,883	-104	781	438	1,061	809	2,398	3,089	5,584	5,825
[물류사업]	148	-35	-472	-771	45	65	68	101	-1,131	280	1,235	1,396
유효법인세율	28.6%	53.0%	44.9%	34.9%	36.4%	27.6%	27.3%	27.6%	43.9%	29.6%	27.9%	28.0%
당기순이익	467	36	777	-570	526	365	821	659	711	2,370	4,916	5,202
margin	1.9%	0.1%	2.7%	-2.1%	1.9%	1.3%	2.6%	2.2%	0.7%	2.0%	3.8%	3.8%
yoy	-54.5%	-92.7%	-26.0%	적전	12.5%	908%	5.6%	흑전	-77.1%	233.5%	107.4%	5.8%
[기존사업]	372	99	1,199	-83	443	320	774	590	1,587	2,128	4,076	4,253
[물류사업]	95	-63	-422	-487	83	44	46	69	-876	242	840	949
지배주주	361	39	1,205	-439	503	311	743	572	1,167	2,128	4,107	4,328
비지배주주	106	-3	-428	-131	23	54	78	87	-456	242	809	874

자료: CJ제일제당, 메리츠증권증권 리서치센터





하이트진로(000080)

2014. 7. 16

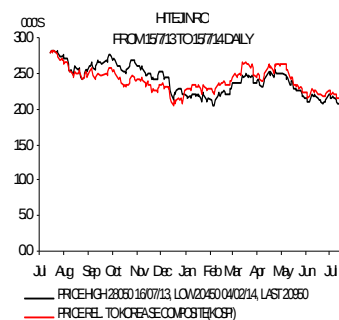
Hold
2Q 이익 부진 → 배당가치 회복을 위한 실적 안정성 필요
Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 26,000원
현재주가(7.15): 20,950원
소속업종 음식료/화장품
시가총액(7.15): 14,693억원
평균거래대금(60일) 49.7억원
외국인지분율 15.69%

예상EPS(전년비, 연결/지배주주)
FY14 471원 (-57.9 %)
FY15 770원 (63.4 %)

예상PE(시장대비)
FY14 44.5배 (497.2%)
FY15 27.2배 (313.0%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 매출은 맥주 매출 감소를 소주 매출 증가로 보완 구조. 국내 및 자회사의 수익성 하락으로 이익은 감익 예상
- 주가는 실적 부진으로 배당가치 하한선 이하로 하락. 하반기 맥주시장의 경쟁에도 실적의 안정성 확보와 청담동 부지 매각을 통한 안정적 배당 재원 마련이 관건

■ Investment Point

1. 실적 및 배당 재원 안정을 통한 주가의 배당가치 회복 여부가 관심 포인트

- 실적 안정성: 소주는 성장. 맥주 M/S 방어와 마케팅비 수준이 관건
 - 소주: 저도주 출시 등 수요 증가 지속 중. M/S 유지 예상
 - 맥주: 1Q 리뉴얼(All New Hite) 관련 재고 조정으로 감소. 2Q 세월호 사태 영향 등으로 전년 대비 감소 지속(QoQ 회복 중)
 - 수익성: 1Q 브랜드 리뉴얼에 따른 마케팅비 증가로 수익성 악화. 연간 마케팅 예산 유지 시 하반기 비용 부담 완화 가능성 존재
- 무수익 자산 매각: 청담동 부지 매각 시 약 400억원 수준의 현금 확충 예상

2. 경쟁사의 맥주시장 진입이 부담 요인

■ 실적 전망 (종전 대비 연간 OP 35% 하향. 상반기 부진 영향)

1. 2Q 전망: 매출은 정체. 이익은 감익 예상

- 연결(YoY): Sales 4,884억원(-0.5%), OP 245억원(-43.7%), NI 68억원(-63.1%)
- 매출: ① 소주는 수요 증가 등 low single 수준의 성장 예상. ② 맥주는 1Q 대비 판매량 회복되나 전년 대비 low-single 수준의 감소 예상
- 수익성: ① 지난 분기 재고효과와 맥주의 판매량 감소에 따른 고정비 증가 등 원가 상승 예상. ② 소주 생산법인 양도로 자회사의 수익성 하락

2. 연간 전망: 하반기 과거 수준의 실적 회복 기대

- 연결(YoY): Sales 18,875억원(-0.5%), OP 1,055억원(-34.5%)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2012	20,346	1,672	1,034	1,470	6.3	16,820	20.7	1.8	11.8	7.3	149.7
2013	18,975	1,611	790	1,119	-23.9	16,211	19.7	1.4	10.0	5.7	156.9
2014E	18,875	1,055	330	471	-57.9	15,719	44.5	1.3	12.0	2.4	157.0
2015E	19,467	1,375	540	770	63.4	17,121	27.2	1.2	10.1	3.9	147.4
2016E	19,852	1,379	542	773	0.4	18,522	27.1	1.1	9.7	3.7	138.9





2Q FY14 Earnings Preview

[표 2-6] 하이트진로의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	4,232	4,906	5,181	4,655	4,092	4,884	5,189	4,710	18,975	18,875	19,467	19,852
yoy	-4.3%	-8.8%	-5.6%	-7.8%	-3.3%	-0.5%	0.1%	1.2%	-6.7%	-0.5%	3.1%	2.0%
[1] 본사	3,673	4,172	4,462	3,980	3,498	4,150	4,448	3,994	16,287	16,091	16,639	16,968
[2] 기타	559	734	719	675	593	734	741	716	2,687	2,784	2,828	2,885
[1] yoy	0.5%	-3.5%	-3.2%	-4.2%	-4.8%	-0.5%	-0.3%	0.4%	-2.7%	-1.2%	3.4%	2.0%
[2] yoy	-27.3%	-30.6%	-18.1%	-24.6%	6.3%	0.0%	3.0%	6.0%	-25.4%	3.6%	1.6%	2.0%
[본사 매출 및 가정]												
소주	1,665	1,837	1,771	1,966	1,878	1,885	1,792	1,977	7,239	7,531	7,624	7,718
M/S	47.2	48.2	49.4	49.5	49.0	49.0	49.0	49.0	48.6	49.0	49.0	49.0
판매량(백만 C/S)	12	13	13	14	14	14	13	14	53	55	55	56
ASP(원/liter)	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275	1,275
맥주	1,821	2,153	2,477	1,831	1,438	2,076	2,443	1,835	8,283	7,792	8,242	8,462
M/S	39.2	36.9	39.3	38.1	32.4	34.8	37.5	37.5	38.4	35.7	37.0	37.0
판매량(백만 C/S)	17	21	24	18	14	20	23	18	79	75	78	79
ASP(원/liter)	1,044	1,041	1,044	1,043	1,039	1,040	1,043	1,043	1,043	1,042	1,057	1,073
기타	187	182	215	183	183	189	213	183	332	332	337	352
매출총이익	1,821	2,165	2,275	1,966	1,617	2,013	2,240	1,943	8,228	7,813	8,217	8,376
margin	43.0%	44.1%	43.9%	42.2%	39.5%	41.2%	43.2%	41.3%	43.4%	41.4%	42.2%	42.2%
yoy	0.7%	-6.1%	-7.8%	-7.9%	-11.2%	-7.0%	-1.5%	-1.2%	-5.6%	-5.0%	5.2%	1.9%
판매비	1,346	1,730	1,869	1,673	1,511	1,768	1,832	1,648	6,618	6,759	6,842	6,997
% of Sales	31.8%	35.3%	36.1%	35.9%	36.9%	36.2%	35.3%	35.0%	34.9%	35.8%	35.1%	35.2%
영업이익	475	436	406	294	106	245	408	295	1,611	1,055	1,375	1,379
margin	11.2%	8.9%	7.8%	6.3%	2.6%	5.0%	7.9%	6.3%	8.5%	5.6%	7.1%	6.9%
yoy	14.8%	17.8%	-36.3%	17.5%	-77.8%	-43.7%	0.5%	0.6%	-3.7%	-34.5%	30.4%	0.3%
[1] 본사	417	387	390	236	141	223	390	274	1,429	1,027	1,307	1,310
[2] 기타	59	49	17	58	-35	23	19	21	182	27	68	69
[1] margin	11.3%	9.3%	8.7%	5.9%	4.0%	5.4%	8.8%	6.9%	8.8%	6.4%	7.9%	7.7%
[2] margin	10.5%	6.6%	2.3%	8.6%	-6.0%	3.1%	2.5%	3.0%	6.8%	1.0%	2.4%	2.4%
금융수익	21	11	3	6	11	5	5	6	40	27	26	28
금융비용	164	143	134	148	141	131	131	131	590	535	525	525
기타영업외손익	-12	-25	-38	559	54	-31	-33	-29	485	-39	-122	-125
세전이익	320	278	237	711	31	88	249	140	1,546	508	753	757
margin	7.6%	5.7%	4.6%	15.3%	0.8%	1.8%	4.8%	3.0%	8.1%	2.7%	3.9%	3.8%
yoy	34.3%	-63.3%	-44.8%	흑전	-90.4%	-68.2%	5.2%	-80.3%	12.9%	-67.1%	48.1%	0.5%
유효법인세율	45%	34%	34%	61%	150%	23%	33%	21%	49%	35%	28%	28%
당기순이익	175	185	156	275	-15	68	167	111	791	331	541	543
margin	4.1%	3.8%	3.0%	5.9%	-0.4%	1.4%	3.2%	2.4%	10.4%	10.6%	10.6%	10.6%
yoy	-0.6%	-65.6%	-47.7%	1016%	적전	-63.1%	7.4%	-59.7%	-23.6%	-58.1%	63.3%	0.4%
(지배주주)	175	185	156	275	-16	68	167	111	790	330	540	542
(비지배주주)	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1

자료: 하이트진로, 메리츠증권증권 리서치센터





롯데칠성음료(005300)

2014. 7. 16

Hold

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 1,800,000원
 현재주가(7.15): 1,881,000원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 23,272억원
 평균거래대금(60일) 43.0억원
 외국인지분율 23.61%

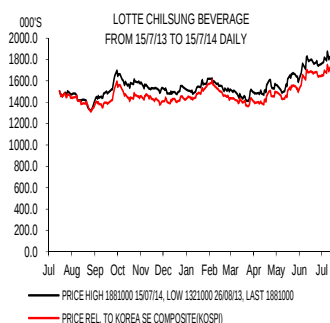
예상EPS(전년비, 연결/지배주주)

FY14 88,321원 (8.7 %)
 FY15 88,340원 (0.0 %)

예상PE(시장대비)

FY14 21.3배 (238.0%)
 FY15 21.3배 (245.1%)

주가그래프



2Q 이익 정체. 맥주시장 진입 가능성 점검 시점

■ 결론

- 2Q 전망: 매출은 주류사업의 성장으로 견조한 성장, 맥주시장 진입에 따른 마케팅비 증가로 이익은 지난해 대비 소폭 감소 예상
- 맥주사업 추진에 따른 비용 증가는 예정된 만큼 주류사업의 시너지 창출을 위한 맥주시장 진입의 전략적 목표 달성 여부가 추가 모멘텀 좌우할 전망

■ Investment Point

1. 신규 맥주시장 진입 비용이 실적 부담 요인

- 음료와 기존 주류사업은 이익 증가 예상
 - 음료는 탄산음료/생수/커피의 수요 증가로 안정적 성장과 이익 개선 예상
 - 소주는 저도화에 따른 수요 증가로 성장과 수익성 개선 예상
- 신규 맥주시장 진입에 따른 비용 증가 예상
 - 생산능력 확대 계획 (초기 5만kl → 연말 10만kl → 2017년 40만kl)
 - '클라우드'(2Q 출시)는 초기 브랜드 전략 상 가정용 Premium 포지셔닝으로 광고비 중심의 비용 집행 → 향후 Regular 제품을 통한 Mass 시장 진입 시 광고와 판촉비 동시 증가로 비용 부담 증가 가능

2. 장기적으로 무수익자산 가치 실현 기대

- 지배구조 재편 시 관계사 지분 정리와 서초부지 개발을 통한 현금 확보 가능

■ 실적 전망 (변경 미미. 종전대비 연간 OP 2% 하향)

1. 2Q 전망: 견조한 성장세 지속. 이익은 소폭의 감소 예상

- 연결(YoY): Sales 6,100억원(+4.6%), OP 585억원(-1.7%), NI 409억원(-12.7%)
- ① 음료: 탄산음료/생수/커피음료 성장하나, 다류와 주스 등 부진으로 낮은 성장세 예상. ② 주류: 소주의 수요 증가 등 10%의 성장세 예상. ③ 자회사 아사히맥주는 엔저 영향으로 수익성 개선 지속

2. 연간 전망: 하반기 이익은 전년대비 소폭 감소 흐름 예상

- 연결(YoY): Sales 23,114억원(+4.3%), OP 1,784억원(+3.5%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	21,986	1,500	831	66,793	7.7	1,390,467	22.7	1.1	9.3	3.8	65.3
2013	22,159	1,724	1,010	81,289	21.7	1,517,107	18.8	1.0	8.7	4.3	63.2
2014E	23,114	1,784	1,097	88,321	8.7	1,519,157	21.3	1.2	9.4	4.5	67.8
2015E	24,237	1,762	1,098	88,340	0.0	1,611,847	21.3	1.2	9.0	4.4	66.0
2016E	25,776	1,963	1,248	100,535	13.8	1,715,654	18.7	1.1	7.9	4.8	64.0





2Q FY14 Earnings Preview

[표 2-7] 롯데칠성의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,120	5,831	6,228	4,980	5,236	6,100	6,511	5,267	22,159	23,114	24,237	25,776
yoy	1.9%	-1.9%	0.9%	2.8%	2.3%	4.6%	4.5%	5.8%	0.8%	4.3%	4.9%	6.4%
[1] 본사	4,698	5,394	5,666	4,538	4,810	5,612	5,986	4,776	20,296	21,185	22,266	23,719
yoy	2.1%	-0.4%	-1.4%	3.4%	2.4%	4.1%	5.6%	5.3%	0.7%	4.4%	5.1%	6.5%
[2] 종속회사	422	438	561	442	426	488	525	491	1,863	1,929	1,971	2,058
yoy	0.0%	-17.3%	32.2%	-2.2%	0.8%	11.4%	-6.5%	11.1%	1.9%	3.5%	2.2%	4.4%
매출총이익	2,116	2,497	2,616	2,090	2,273	2,660	2,817	2,188	9,318	9,938	10,203	11,001
margin	41.3%	42.8%	42.0%	42.0%	43.4%	43.6%	43.3%	41.5%	42.1%	43.0%	42.1%	42.7%
yoy	5.1%	5.0%	4.0%	4.6%	7.4%	6.5%	7.7%	4.7%	4.6%	6.7%	2.7%	7.8%
- 판매비	1,820	1,902	1,973	1,900	1,877	2,075	2,184	2,019	7,595	8,154	8,441	9,038
% of Sales	35.5%	32.6%	31.7%	38.2%	35.8%	34.0%	33.6%	38.3%	34.3%	35.3%	34.8%	35.1%
영업이익	296	595	643	190	396	585	633	170	1,724	1,784	1,762	1,963
margin	5.8%	10.2%	10.3%	3.8%	7.6%	9.6%	9.7%	3.2%	7.8%	7.7%	7.3%	7.6%
yoy	-18.3%	26.1%	28.5%	14.3%	33.7%	-1.7%	-1.6%	-10.4%	14.9%	3.5%	-1.2%	11.4%
[1] 본사	276	549	585	224	359	535	574	184	1,633	1,652	1,625	1,819
margin	5.9%	10.2%	10.3%	4.9%	7.5%	9.5%	9.6%	3.9%	8.0%	7.8%	7.3%	7.7%
[2] 종속회사	21	46	58	-34	37	50	59	-14	91	132	137	143
margin	4.9%	10.6%	10.3%	-7.7%	8.8%	10.2%	11.3%	-2.9%	4.9%	6.8%	7.0%	7.0%
기타손익	27	11	-92	-16	-28	6	7	-10	-70	-25	10	13
금융손익	-44	-50	-11	-111	-18	-51	-49	-47	-216	-164	-149	-125
지분법손익	-1	70	-5	-9	-10	70	-2	0	54	57	57	57
관계회사처분손익	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
세전이익	277	626	535	54	340	610	589	112	1,492	1,651	1,680	1,907
margin	5.4%	10.7%	8.6%	1.1%	6.5%	10.0%	9.0%	2.1%	6.7%	7.1%	6.9%	7.4%
yoy	-6.0%	48.9%	28.1%	-36.0%	22.7%	-2.6%	10.1%	108.9%	22.6%	10.7%	1.7%	13.5%
유효법인세율	33.3%	25.2%	25.4%	131.8%	27.7%	33.0%	33.0%	33.0%	30.6%	31.9%	33.0%	33.0%
당기순이익	185	468	399	-17	246	409	394	75	1,035	1,124	1,126	1,278
margin	3.6%	8.0%	6.4%	-0.3%	4.7%	6.7%	6.1%	1.4%	4.7%	4.9%	4.6%	5.0%
yoy	-12.8%	64.9%	53.2%	적전	33.0%	-12.7%	-1.1%	흑전	24.8%	8.6%	0.1%	13.5%
지배주주	180	463	385	-18	240	402	386	68	1,010	1,097	1,098	1,248
비지배주주	5	6	14	1	5	7	8	7	25	27	28	30

자료: 롯데칠성, 메리츠증권증권 리서치센터





농심(004370)

2014. 7. 16

Hold

2Q 이익의 증가. M/S 회복과 수익성 개선 필요

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 290,000원
 현재주가(7.15): 278,500원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 16,940억원
 평균거래대금(60일) 38.1억원
 외국인지분율 27.97%

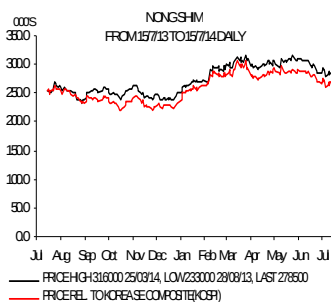
예상EPS(전년비, 단독)

FY14 16,500원 (13.5 %)
 FY15 16,939원 (2.7 %)

예상PE(시장대비)

FY14 16.9배 (188.8%)
 FY15 16.4배 (188.7%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 매출은 해외사업 성장, 국내사업 정체. 지난해 낮았던 이익의 기저효과로 높은 이익 증가세 시현 예상
- 라면 M/S 하락으로 수익성 개선효과 감소. 주가 상승을 위해서는 M/S 회복 및 수익성 개선(판가 인상/원재료가격 하락)의 모멘텀 필요

■ Investment Point

1. 라면 M/S 하락. 스낵/음료 가격 인상으로 기대했던 수익성 개선 효과 감소
2. 가치 상승 모멘텀 확보를 위해서는 M/S 회복 및 수익성 개선 모멘텀 필요
 - 라면 판가 인상 가능성보다는 국내 밀가루 가격 하락에 의한 원가 개선이 현실적
3. 해외사업의 실적 개선세 기대

■ 실적 전망 (종전대비 연간 OP 7% 하향. 본사 전망 하락)

1. 2Q 전망: 연초 가격 인상 효과로 이익 증가 예상

- 연결(YoY): Sales 5,085억원(+2.4%), OP 175억원(+27.0%), NI 218억원(+85.1%)
- 국내: 스낵(+4.3%)과 음료 성장하나, M/S 하락에 따른 라면 매출 감소로 매출 정체 예상. 수익성은 지난해 대비 개선
- 해외: 환율 하락에도 중국과 미국의 매출 성장세 기대

2. 연간 전망: 하반기 스낵/음료 가격 인상효과 지속

- 연결(YoY): Sales 21,332억원(+2.2%), OP 1,020억원(+10.2%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	21,757	969	-68	-1,115		231,752		1.2	7.4	-0.5	47.4
2013	20,867	926	884	14,532		240,629	17.3	1.0	6.4	6.0	46.1
2014E	21,332	1,020	1,004	16,500	13.5	245,814	16.9	1.1	7.0	6.6	46.3
2015E	22,014	1,071	1,030	16,939	2.7	251,434	16.4	1.1	6.7	6.7	45.2
2016E	22,585	1,115	1,083	17,807	5.1	257,792	15.6	1.1	6.4	6.8	44.2





2Q FY14 Earnings Preview

[표 2-8] 농심의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	5,320	4,964	5,078	5,505	5,423	5,085	5,195	5,630	20,867	21,332	22,014	22,585
yoy	-3.5%	-5.4%	-8.8%	1.4%	1.9%	2.4%	2.3%	2.3%	-4.1%	2.2%	3.2%	2.6%
[국내]	4,690	4,328	4,460	4,772	4,683	4,378	4,518	4,847	18,251	18,426	18,903	19,261
yoy	-2.7%	-4.8%	-8.4%	-0.9%	-0.2%	1.2%	1.3%	1.6%	-4.2%	1.0%	2.6%	1.9%
본사	4,819	4,451	4,550	4,888	4,783	4,488	4,631	4,969	18,708	18,870	19,359	19,725
yoy	-2.9%	-5.1%	-9.1%	-0.8%	-0.7%	0.8%	1.8%	1.6%	-4.5%	0.9%	2.6%	1.9%
① 라면	3,315	3,108	3,225	3,580	3,300	3,072	3,204	3,544	13,228	13,120	13,440	13,641
② 스낵	722	717	722	748	762	747	771	787	2,909	3,068	3,163	3,243
③ 기타	764	604	629	559	710	635	671	600	2,556	2,617	2,726	2,812
④ 수출	326	357	286	347	351	367	319	371	1,317	1,407	1,369	1,370
에누리	-309	-335	-312	-346	-340	-333	-333	-333	-1,302	-1,341	-1,341	-1,341
(조정)	-128	-123	-90	-116	-100	-110	-113	-121	-457	-444	-456	-464
[해외]	629	636	618	733	740	707	676	783	2,616	2,905	3,111	3,324
yoy	-9.3%	-9.7%	-11.4%	18.9%	17.6%	11.2%	9.5%	6.8%	-3.5%	11.1%	7.1%	6.8%
미국	304	317	300	413	349	335	312	429	1,334	1,424	1,446	1,467
중국	251	237	253	246	321	296	303	282	987	1,202	1,383	1,569
일본	73	81	65	75	70	76	61	71	295	279	283	287
매출총이익	1,523	1,378	1,389	1,571	1,577	1,425	1,443	1,627	5,861	6,071	6,300	6,501
margin	28.6%	27.8%	27.4%	28.5%	29.1%	28.0%	27.8%	28.9%	28.1%	28.5%	28.6%	28.8%
yoy	2.0%	0.9%	-9.6%	-1.0%	3.6%	3.4%	3.9%	3.5%	-2.0%	3.6%	3.8%	3.2%
- 판관비	1,219	1,241	1,217	1,259	1,244	1,250	1,255	1,301	4,935	5,051	5,229	5,386
% of sales	22.9%	25.0%	24.0%	22.9%	22.9%	24.6%	24.2%	23.1%	23.7%	23.7%	23.8%	23.8%
영업이익	304	138	172	313	333	175	187	325	926	1,020	1,071	1,115
margin	5.7%	2.8%	3.4%	5.7%	6.1%	3.4%	3.6%	5.8%	4.4%	4.8%	4.9%	4.9%
yoy	13.7%	4.0%	-41.5%	13.4%	9.4%	27.0%	9.1%	4.1%	-4.4%	10.2%	4.9%	4.1%
[국내]	302	128	179	309	320	161	191	318	919	990	1,034	1,075
margin	6.4%	3.0%	4.0%	6.5%	6.8%	3.7%	4.2%	6.6%	5.0%	5.4%	5.5%	5.6%
본사	302	128	179	312	316	161	191	318	921	986	1,034	1,075
OPM	6.3%	2.9%	3.9%	6.4%	6.6%	3.6%	4.1%	6.4%	4.9%	5.2%	5.3%	5.5%
(조정)	0	0	0	-2	3	0	0	0	-2	3	0	0
[해외]	-7	3	-19	-6	14	7	-11	0	-29	10	8	11
margin	-1.1%	0.4%	-3.0%	-0.8%	1.9%	1.0%	-1.6%	0.0%	-1.1%	0.3%	0.2%	0.3%
미국	12	8	1	23	9	12	3	24	45	47	48	49
중국	-18	-6	-13	-25	9	-4	-10	-21	-62	-27	-29	-27
일본	-2	0	-7	-3	-4	0	-4	-2	-12	-11	-11	-11
[조정]	10	7	11	9	0	7	7	7	36	22	29	29
금융손익	2	-9	96	39	21	81	32	33	129	167	144	167
기타손익	33	31	33	29	34	34	35	36	126	139	146	150
세전이익	339	159	301	381	388	290	253	394	1,181	1,326	1,361	1,431
margin	6.4%	3.2%	5.9%	6.9%	7.2%	5.7%	4.9%	7.0%	5.7%	6.2%	6.2%	6.3%
yoy	-146%	-22.9%	-23.5%	-2.9%	14.4%	82.5%	-16.0%	3.5%	361.4%	12.3%	2.7%	5.2%
유효법인세율	26.9%	25.9%	23.4%	28.5%	25.4%	24.8%	24.8%	24.8%	26.4%	25.0%	24.8%	24.8%
당기순이익	248	118	231	272	290	218	190	297	869	995	1,023	1,076
margin	4.7%	2.4%	4.5%	4.9%	5.3%	4.3%	3.7%	5.3%	4.2%	4.7%	4.6%	4.8%
yoy	흑전	-21.1%	-20.8%	-6.9%	16.8%	85.1%	-17.5%	8.9%	흑전	14.5%	2.9%	5.2%
지배주주	254	119	233	278	293	219	192	300	884	1,004	1,030	1,083
비지배주주	-6	-1	-3	-5	-3	-1	-2	-4	-15	-9	-7	-7

자료: 농심, 메리츠증권증권 리서치센터





LG생활건강(051900)

2014. 7. 16

Buy

2Q 회복의 초입 → 수익성 회복 + M&A 모멘텀 [5/28 전망 유지]

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 700,000원
 현재주가(7.15): 449,000원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 70,126억원
 평균거래대금(60일) 304.7억원
 외국인지분율 39.67%

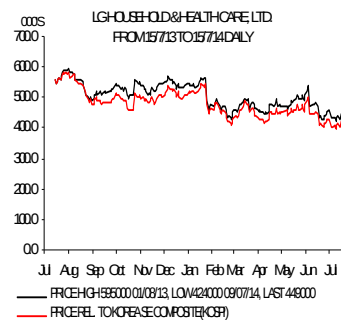
예상EPS(전년비, 연결/지배주주)

FY14 21,564원 (-3.6 %)
 FY15 24,622원 (14.2 %)

예상PE(시장대비)

FY14 20.8배 (232.4%)
 FY15 18.2배 (209.4%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 매출의 견조한 성장에도 중국사업(화장품) JV 전환과 국내 생활용품의 마케팅비 부담에 의한 수익성 하락으로 이익은 소폭의 증가세 예상
- 하반기 중국사업의 정상화와 음료의 수익성 개선 및 지난해 기저효과로 이익의 증가폭 확대 예상. sizable M&A deal에 의한 모멘텀 기대
- Positive: Momentum(수익성 개선, M&A)

■ Investment Point

1. 하반기 수익성 개선에 의한 이익의 증가폭 확대 예상
 - 화장품의 중국사업의 JV 전환에 의한 구조조정 비용 상반기 마감
 - 생활용품의 가격 정상화 + 음료의 가격 인상 효과
2. 화장품과 음료를 중심으로 성장 견인 구조
 - 화장품: 해외 및 면세사업을 통한 성장 기대. ① 면세 매출 성장 위해 L면세점과의 협력 강화 및 추가 입점 예상. ② 일본 인수회사의 통합과정 완료로 교차판매를 통한 시너지 예상. ③ 더페이스샵의 중국 로드샵 사업 직영체제로 본격 투자
 - 음료: 안정적 수요 증가 + 수익성 개선(해태음료 가동률 개선+물가 전가)
3. Sizable M&A deal 기대

■ 실적 전망 (종전 전망 유지: 5/28 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 수익성 회복의 초입
 - 연결(YoY): Sales 11,435억원(+6.3%), OP 1,235억원(+2.8%), NI 852억원(-0.6%)
 - 사업 부문별 매출: ① 생활용품 +8.2%. 견조한 내수+일본 R&Y 인수 효과. ② 화장품 +5.1%. 증가 채널 부진과 엔저영향에도 고가 면세와 저가 더페이스샵의 성장 지속 ③ 음료: +6.0%. 탄산 중심의 판매 증가 지속 및 가격 인상효과
 - 수익성: 음료의 수익성 개선은 지속되나, 생활용품 마케팅 투자 부담과 화장품의 인건비 증가 영향으로 지난해 대비 OPM 하락 지속
2. 연간 전망: 하반기 수익성 개선 전망
 - 연결(YoY): Sales 45,865억원(+6.0%), OP 5,135억원(+3.4%)

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	BPS	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	부채비율
	(억원)	(억원)	(억원)	(원)	(%)	(원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2012	38,962	4,455	3,039	18,950	12.1	20,370	34.7	32.3	20.5	27.6	117.4
2013	43,263	4,964	3,573	22,367	18.0	6,940	24.5	79.0	16.6	27.4	132.8
2014E	45,865	5,135	3,448	21,564	-3.6	18,795	20.8	23.9	14.3	22.2	124.6
2015E	48,508	5,796	3,925	24,622	14.2	37,014	18.2	12.1	12.5	21.1	106.1
2016E	51,270	6,232	4,274	26,856	9.1	57,122	16.7	7.9	11.3	19.5	91.4





2Q FY14 Earnings Preview

[표 3-1] LG생활건강의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	연간실적			
									2013	2014E	2015E	2016E
매출액	10,723	10,755	11,518	10,266	11,284	11,435	12,248	10,898	43,263	45,865	48,508	51,270
yoy	10.3%	9.6%	9.3%	15.4%	5.2%	6.3%	6.3%	6.2%	11.0%	6.0%	5.8%	5.7%
[1] Healthy	3,759	3,313	4,139	3,214	4,019	3,585	4,435	3,503	14,424	15,542	16,380	17,333
[2] Beautiful	4,327	4,154	3,916	4,220	4,536	4,365	4,114	4,429	16,616	17,445	18,688	19,999
[3] Refreshing	2,638	3,289	3,463	2,832	2,729	3,485	3,699	2,965	12,222	12,878	13,440	13,938
[1] growth	11.4%	15.6%	10.9%	19.6%	6.9%	8.2%	7.1%	9.0%	13.9%	7.8%	5.4%	5.8%
[2] growth	10.8%	10.0%	14.2%	14.6%	4.8%	5.1%	5.1%	5.0%	12.4%	5.0%	7.1%	7.0%
[3] growth	8.2%	3.8%	2.5%	12.1%	3.4%	6.0%	6.8%	4.7%	6.2%	5.4%	4.4%	3.7%
매출총이익	5,785	5,708	5,998	5,454	6,149	6,103	6,430	5,814	22,944	24,496	26,060	27,699
margin	53.9%	53.1%	52.1%	53.1%	54.5%	53.4%	52.5%	53.3%	53.0%	53.4%	53.7%	54.0%
yoy	13.7%	14.4%	13.6%	19.2%	6.3%	6.9%	7.2%	6.6%	15.1%	6.8%	6.4%	6.3%
[1] Healthy	1,550	1,286	1,724	1,202	1,666	1,398	1,863	1,314	5,761	6,240	6,593	6,993
[2] Beautiful	3,121	2,995	2,799	3,040	3,287	3,165	2,962	3,211	11,954	12,625	13,525	14,474
[3] Refreshing	1,115	1,427	1,475	1,211	1,196	1,540	1,605	1,289	5,228	5,630	5,942	6,232
[1] margin	41.2%	38.8%	41.7%	37.4%	41.5%	39.0%	42.0%	37.5%	39.9%	40.2%	40.2%	40.3%
[2] margin	72.1%	72.1%	71.5%	72.0%	72.5%	72.5%	72.0%	72.5%	71.9%	72.4%	72.4%	72.4%
[3] margin	42.3%	43.4%	42.6%	42.8%	43.8%	44.2%	43.4%	43.5%	42.8%	43.7%	44.2%	44.7%
- 판매비	4,326	4,506	4,542	4,605	4,866	4,868	4,845	4,782	17,980	19,361	20,264	21,467
% of Sales	40.3%	41.9%	39.4%	44.9%	43.1%	42.6%	39.6%	43.9%	41.6%	42.2%	41.8%	41.9%
영업이익	1,459	1,202	1,455	848	1,283	1,235	1,585	1,032	4,964	5,135	5,796	6,232
margin	13.6%	11.2%	12.6%	8.3%	11.4%	10.8%	12.9%	9.5%	11.5%	11.2%	11.9%	12.2%
yoy	12.3%	14.4%	10.8%	7.0%	-12.1%	2.8%	8.9%	21.7%	11.4%	3.4%	12.9%	7.5%
[1] Healthy	510	258	563	252	449	253	616	284	1,582	1,603	1,844	1,950
[2] Beautiful	790	605	514	423	665	602	543	554	2,331	2,364	2,666	2,878
[3] Refreshing	159	339	379	174	169	379	425	195	1,051	1,168	1,287	1,404
[1] margin	13.6%	7.8%	13.6%	7.8%	11.2%	7.1%	13.9%	8.1%	11.0%	10.3%	11.3%	11.2%
[2] margin	18.2%	14.6%	13.1%	10.0%	14.7%	13.8%	13.2%	12.5%	14.0%	13.6%	14.3%	14.4%
[3] margin	6.0%	10.3%	10.9%	6.1%	6.2%	10.9%	11.5%	6.6%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%
금융손익	-48	-82	-55	-36	-96	-82	-87	-84	-221	-349	-314	-270
기타영업외손익	-22	61	-48	-35	28	-19	-18	-59	-44	-68	-114	-113
관계사지분손익	9	6	5	15	11	9	9	9	36	37	37	37
세전이익	1,398	1,187	1,358	792	1,225	1,143	1,488	898	4,735	4,754	5,406	5,886
margin	13.0%	11.0%	11.8%	7.7%	10.9%	10.0%	12.2%	8.2%	10.9%	10.4%	11.1%	11.5%
yoy	10.6%	14.2%	10.1%	3.2%	-12.4%	-3.7%	9.6%	13.4%	10.0%	0.4%	13.7%	8.9%
유효법인세율	26.1%	27.8%	13.8%	24.6%	26.2%	25.5%	25.5%	25.5%	22.8%	25.7%	25.5%	25.5%
당기순이익	1,032	857	1,171	597	904	852	1,109	669	3,657	3,533	4,027	4,385
margin	9.6%	8.0%	10.2%	5.8%	8.0%	7.4%	9.1%	6.1%	8.5%	7.7%	8.3%	8.6%
yoy	12.7%	12.2%	29.4%	11.4%	-12.5%	-0.6%	-5.3%	12.1%	17.2%	-3.4%	14.0%	8.9%
지배주주	1,015	833	1,141	584	890	826	1,075	656	3,573	3,448	3,925	4,274
비지배주주	17	24	29	13	13	26	33	13	83	85	102	111

자료: LG생활건강, 메리츠증권증권 리서치센터





아모레퍼시픽(090430)

2014. 7. 16

Buy

2Q 실적 호조 → 브랜드력 기반 해외성장 기대

[6/16 전망 유지]

Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 1,750,000원
 현재주가(7.15): 1,675,000원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 97,918억원
 평균거래대금(60일) 227.1억원
 외국인지분율 33.55%

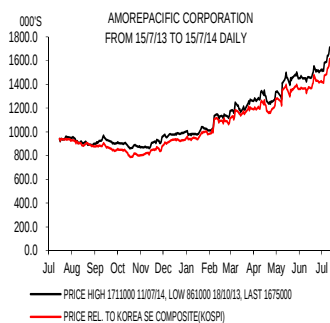
예상EPS(전년비, 연결/지배주주)

FY14 57,548원 (28.9 %)
 FY15 71,196원 (23.7 %)

예상PE(시장대비)

FY14 29.1배 (325.1%)
 FY15 23.5배 (270.4%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 국내외 사업의 성장 흐름 지속. 국내 창고동 화재로 인한 수익성 하락 가능하나, 연간으로는 상쇄되는 일시성 요인
- 브랜드력을 기반으로 해외사업의 지속적 성장 기대. 중국인 관광객 증가에 따른 면세 매출 증가로 전망 상향 예상되며, 장기적으로는 '설화수'의 브랜드 가치 상승의 기회. 장기 보유 관점의 '매수' 유지
- Positive: Growth(Long-term)

■ Investment Point

1. 중국을 중심으로 해외사업의 성장! 브랜드력이 성장의 동력

- 중국을 중심으로 다수의 브랜드 진출을 통해 고성장 실현 중
- 특히, 중국 시장에서 ① '라네즈'는 안정적 소비자 인지도를 기반으로 지속 성장 기대. ② '이니스프리'는 다양한 연령대 소비자 흡수와 단독 점포의 특성 상 시장 안착 시 높은 성장 잠재력 보유. ③ '설화수'는 국내 면세 매출 만으로도 중화권 시장에서의 브랜드 경쟁력 입증 중

2. 중국인 관광객 증가에 따른 실적 호조와 브랜드 가치 상승 예상

- 중국과 한국의 관광 활성화 기대. 중국인 관광객 증가에 따른 면세 매출의 고성장 지속이 예상되어 매출 성장과 수익성 개선에 긍정적
- '설화수' 등 중국인 구매 증가는 향후 중국 내 브랜드력 상승에 긍정적 역할 기대

■ 실적 전망 (종전 전망 유지: 6/16 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 10% 이상의 실적 호조 예상

- 연결(YoY): Sales 9,143억원(+14.4%), OP 1,059억원(+11.9%)
 - 국내 사업: 매출 +7.5%, OPM 14.8%. ① 화장품: 매출 +9.2%, OPM 17.6%. 면세와 디지털 채널이 성장과 수익성 개선 견인 ② 생활용품: 매출 -1.5%, 적자. 경기 영향 지속 및 화재로 인한 원가 상승 가능성 반영(기말재고 감소 효과 100억원 가정)
 - 해외 사업: 매출 +44.6%, OPM 1.0%. ① 중국: 35%의 성장, 마케팅비 증가로 소폭의 이익 창출. ② 아시아: 30%의 성장, 홍콩법인의 이익 실현 지속. ③ 미국은 30%의 성장, 프랑스는 9%의 성장. BEP 달성 기대

2. 연간 전망: 하반기 고성장과 수익성 개선 지속 전망

- 연결 (YoY): Sales 35,719억원(+15.2%), OP 4,627억원(+25.1%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	28,495	3,653	2,704	45,078	-17.7	320,561	26.9	3.8	15.6	12.1	29.1
2013	31,004	3,698	2,680	44,634	-1.0	350,908	22.4	2.8	12.2	11.0	32.5
2014E	35,719	4,627	3,433	57,548	28.9	393,253	29.1	4.3	14.9	12.7	29.3
2015E	39,149	5,446	4,231	71,196	23.7	448,328	23.5	3.7	11.7	13.9	26.3
2016E	42,575	6,081	4,778	80,544	13.1	511,180	20.8	3.3	10.1	13.9	23.5





2Q FY14 Earnings Preview

[표 3-2] 아모레퍼시픽의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	8,038	7,990	7,928	7,048	9,318	9,143	8,973	8,285	31,004	35,719	39,149	42,575
YoY	8.4%	9.9%	8.1%	8.8%	15.9%	14.4%	13.2%	17.6%	8.8%	15.2%	9.6%	8.8%
[Korea]	6,753	6,503	6,543	5,758	7,394	6,993	6,968	6,128	25,558	27,483	29,050	30,678
Cosmetics	5,409	5,491	5,111	4,867	6,075	5,995	5,543	5,228	20,878	22,841	24,316	25,848
MC & Sulloc	1,343	1,013	1,432	891	1,319	997	1,425	900	4,680	4,642	4,734	4,829
[Overseas]	1,285	1,487	1,385	1,290	1,924	2,150	2,005	2,157	5,447	8,237	10,098	11,897
China	840	906	788	853	1,137	1,223	1,064	1,152	3,387	4,576	5,720	6,864
France	187	217	239	261	226	237	249	271	904	983	1,032	1,073
USA	56	61	59	59	79	79	77	76	235	311	373	429
Asia	239	330	331	365	597	697	701	744	1,265	2,739	3,345	3,903
(internal transaction)	-37	-27	-32	-248	-115	-86	-86	-86	-344	-372	-372	-372
[Korea (YoY)]	4.1	4.5	3.9	9.6	9.5	7.5	6.5	6.4	5.3	7.5	5.7	5.6
Cosmetics	3.6	4.3	4.3	8.0	12.3	9.2	8.4	7.4	5.0	9.4	6.5	6.3
MC & Sulloc	6.2	5.1	2.4	19.2	-1.8	-1.5	-0.5	1.0	7.0	-0.8	2.0	2.0
[Overseas (YoY)]	38.2	42.6	33.8	5.4	49.7	44.6	44.8	67.2	28.7	51.2	22.6	17.8
China	36.8	34.8	28.1	18.0	35.4	35.0	35.0	35.0	29.1	35.1	25.0	20.0
France	-7.0	5.9	11.7	11.1	20.9	9.0	4.0	4.0	5.7	8.7	5.0	4.0
USA	30.2	27.1	31.1	33.0	41.1	30.0	30.0	30.0	30.3	32.6	20.0	15.0
Asia	58.3	86.4	68.0	48.4	149.8	111.2	111.9	103.7	64.1	116.5	22.1	16.7
영업이익	1,402	947	856	494	1,757	1,059	1,099	712	3,698	4,627	5,446	6,081
Margin	17.4%	11.8%	10.8%	7.0%	18.9%	11.6%	12.2%	8.6%	11.9%	13.0%	13.9%	14.3%
YoY	-6.9%	-3.8%	-5.3%	90.7%	25.3%	11.9%	28.5%	44.0%	1.2%	25.1%	17.7%	11.7%
[Korea]	1,394	940	883	538	1,614	1,038	1,076	675	3,756	4,403	4,980	5,364
Cosmetics	1,185	875	663	653	1,446	1,058	777	738	3,376	4,018	4,564	4,939
MC & Sulloc	209	65	221	-115	168	-20	299	-63	379	384	417	425
[Overseas]	8	7	-28	-44	143	21	23	37	-57	224	465	717
China	72	25	-32	38	135	6	5	29	103	175	322	524
France	5	-22	-14	-35	8	0	2	-3	-66	8	19	20
USA	-4	-4	-5	-10	6	4	4	0	-23	13	22	29
Asia	-42	-5	-12	-21	24	16	16	15	-79	73	123	165
(internal transaction)	-22	13	34	-16	-30	-5	-5	-5	8	-45	-20	-20
[Korea (OPM)]	20.6	14.5	13.5	9.3	21.8	14.8	15.4	11.0	14.7	16.0	17.1	17.5
Cosmetics	21.9	15.9	13.0	13.4	23.8	17.6	14.0	14.1	16.2	17.6	18.8	19.1
MC & Sulloc	15.6	6.4	15.4	-12.9	12.7	-2.0	21.0	-7.0	8.1	8.3	8.8	8.8
[Overseas (OPM)]	0.6	0.4	-2.0	-3.4	7.5	1.0	1.2	1.7	-1.0	2.7	4.6	6.0
China	8.5	2.7	-4.1	4.5	11.8	0.5	0.5	2.5	3.0	3.8	5.6	7.6
France	2.6	-10.3	-5.7	-13.2	3.8	0.0	1.0	-1.0	-7.3	0.8	1.8	1.8
USA	-7.7	-6.0	-7.6	-17.9	7.0	5.0	5.0	0.0	-9.8	4.3	5.8	6.8
Asia	-17.4	-1.5	-3.5	-5.7	4.1	2.3	2.4	2.1	-6.3	2.7	3.7	4.2
세전이익	1,286	1,017	839	494	1,635	1,095	1,135	754	3,635	4,618	5,673	6,405
margin	16.0%	12.7%	10.6%	7.0%	17.5%	12.0%	12.7%	9.1%	11.7%	12.9%	14.5%	15.0%
yoy	-17.5%	15.8%	-9.0%	91.0%	27.1%	7.6%	35.4%	52.7%	0.5%	27.0%	22.8%	12.9%
당기순이익	907	772	626	368	1,229	821	852	565	2,674	3,467	4,255	4,804
margin	11.3%	9.7%	7.9%	5.2%	13.2%	9.0%	9.5%	6.8%	8.6%	9.7%	10.9%	11.3%
YoY	-20.6%	30.2%	-10.2%	41.4%	35.6%	6.3%	35.9%	53.6%	-0.7%	29.7%	22.7%	12.9%
(지배주주)	906	769	635	370	1,208	816	847	562	2,680	3,433	4,231	4,778

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터





코스맥스(192820)

2014. 7. 16

Buy

2Q 고성장 지속 → 중국 모멘텀 지속 기대

[7/14 전망 유지]

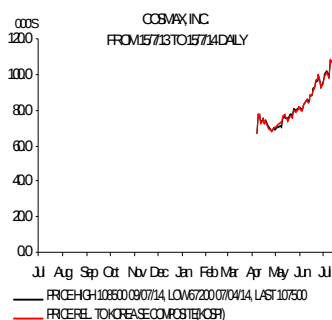
Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 130,000원
 현재주가(7.15): 107,500원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 9,674억원
 평균거래대금(60일) 77.2억원
 외국인지분율 30.46%

예상EPS(전년비, 연결/지배주주)
 FY14 2,410원 (%)
 FY15 3,613원 (49.9 %)

예상PE
 FY14 44.6배 (498.3%)
 FY15 29.8배 (342.9%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 국내사업의 견조한 성장과 중국사업의 고성장 지속되나, 지난해 국내와 해외사업의 높은 이익률 시현에 따른 기저효과로 이익 정체 예상
- 국내 ODM업체가 성장 가능한 중국의 사업환경에서 조기 진출로 장기적 실적 호조 예상
- 증설을 통한 지속적 성장 기대. 장기 보유 관점의 '매수' 유지
- Positive: Growth(Long-term)

■ Investment Point

준비된 ODM업체에게 중국시장은 기회의 땅

- 중국 화장품 시장의 높은 성장 잠재력은 기본
- 중국 수요처의 진입 경쟁에 따른 ODM 니즈는 풍부하고, 중국 로컬 ODM 업체의 경쟁력 확보에는 시간이 필요한 상황
- 조기 진출의 선점효과 발생 중. ① 시장 성장에 대응 가능한 선제적 투자. ② 주요 거래처 확보. ③ 국내에서 축적된 개발 역량과 localization 가능한 연구 체제

■ 실적 전망 (중전 전망 유지: 7/14 indepth)

1. 2Q 전망: 고성장 지속 예상. 이익은 지난해 기저효과로 정체

- 연결(YoY): Sales 1,050억원(+14.7%), OP 103억원(+0.2%)
 - 국내(본사): 매출 +8.9%, OPM 7.6%. 경기 영향으로 견조한 매출 증가 예상. 이익은 지난해 높은 이익률(OPM 8.2%)의 기저효과 발생으로 정체 예상
 - 해외: 매출 +38.0%, OPM 13.1%. 중국사업의 고성장 영향 지속. 이익은 지난해 높은 이익률(OPM 18.2%)의 기저효과로 정체 예상

2. 연간 전망: 하반기 고성장 지속, 일시성 비용 영향 존재

- 연결(YoY): Sales 3,247억원, OP 268억원
- 분할 영향 배제(YoY): Sales 3,768억원(+18.1%), OP 311억원(+4.7%). 하반기 미국 공장의 신규 가동에 따른 비용 발생으로 높은 이익 증가 어려운 구조 → 내년 일시성 비용 영향 감소로 매출 성장률을 상회하는 이익 증가 흐름

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012										
2013										
2014E	3,247	268	214	2,410		8,790	44.6	12.2	33.3	26.3
2015E	4,491	418	325	3,613	49.9	11,845	29.8	9.1	21.3	34.2
2016E	5,109	505	395	4,387	21.4	15,721	24.5	6.8	17.2	31.2

시장대비 상대강도 : 1개월(1.26), 3개월(1.44), 6개월(1.36)





2Q FY14 Earnings Preview

[표 3-3] 코스맥스의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결, 분할 이후 기준)

(억원)	1Q	2Q*	3Q*	2013 4Q*	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013P	2014E	2015E	2016E
매출액	750	915	785	742	331	1,050	953	912	3,192	3,247	4,491	5,109
yoy	19.8%	20.2%	13.7%	11.6%		14.7%	21.5%	22.9%	24.4%		38.3%	13.8%
영업이익	66	103	66	62	40	103	65	60	297	268	418	505
yoy	34.1%	56.7%	87.7%	130%		0.2%	-1.5%	-3.2%	67.7%		55.9%	20.7%
당기순이익	48	82	42	39	32	79	51	45	211	206	321	395
yoy						-3.1%	19.8%	14.1%	36.8%		55.6%	23.0%
(지배주주)	48	82	41	38	32	82	53	47	207	214	325	395
(비지배주주)	0	0	2	2	0	-3	-3	-3	4	-8	-4	0

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

[표 3-4] 코스맥스의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결, 분할 효과 배제)

(억원)	1Q	2Q*	3Q*	2013 4Q*	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013P	2014E	2015E	2016E
매출액	750	915	785	742	853	1,050	953	912	3,192	3,768	4,491	5,109
yoy	19.8%	20.2%	13.7%	11.6%	13.8%	14.7%	21.5%	22.9%	24.4%	18.1%	19.2%	13.8%
국내(본사)	622	744	657	585	665	810	710	646	2,607	2,832	3,083	3,345
yoy	23.9%	22.6%	22.3%	14.5%	7.0%	8.9%	8.2%	10.5%	20.9%	8.6%	8.9%	8.5%
해외	174	233	177	216	251	321	325	355	799	1,251	1,804	2,246
yoy	40.2%	50.8%	15.3%	40.0%	44.4%	38.0%	83.0%	64.7%	36.4%	56.6%	44.2%	24.5%
① China	174	236	188	225	250	323	326	357	822	1,256	1,587	1,927
yoy	40.2%	52.7%	22.2%	46.0%	44.1%	36.8%	73.5%	59.0%	40.3%	52.8%	26.3%	21.4%
상하이	174	233	178	210	228	298	302	331	795	1,159	1,430	1,705
광저우	0	3	10	15	22	24	24	27	27	97	157	222
② Indonesia	0	0	0	0	1	8	8	8	0	23	60	90
③ USA	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	200	280
(조정)	0	-3	-11	-10	0	-9	-9	-10	-23	-28	-43	-51
[조정]	-46	-61	-49	-58	-64	-81	-82	-89	-214	-315	-397	-482
매출총이익	121	140	124	119	141	177	155	149	504	622	767	905
margin	16.2%	15.3%	15.7%	16.1%	16.6%	16.9%	16.3%	16.3%	15.8%	16.5%	17.1%	17.7%
yoy	21.8%	15.5%	31.3%	28.7%	16.6%	26.4%	25.6%	24.5%	23.7%	23.4%	23.2%	18.0%
판매비	55	37	57	58	59	74	90	89	207	311	349	400
% of Sales	7.4%	4.0%	7.3%	7.8%	6.9%	7.0%	9.4%	9.8%	6.5%	8.3%	7.8%	7.8%
영업이익	66	103	66	62	83	103	65	60	297	311	418	505
margin	8.8%	11.3%	8.5%	8.3%	9.7%	9.9%	6.9%	6.5%	9.3%	8.3%	9.3%	9.9%
yoy	34.1%	56.7%	87.7%	130%	25.4%	0.2%	-1.5%	-3.2%	67.7%	4.7%	34.4%	20.7%
국내(본사)	49	61	38	32	49	61	43	34	180	187	207	226
OPM	7.9%	8.2%	5.8%	5.5%	7.3%	7.6%	6.1%	5.2%	6.9%	6.6%	6.7%	6.7%
해외/조정	17	42	28	30	34	42	22	26	117	124	211	279
OPM	9.7%	18.2%	16.0%	13.7%	13.5%	13.1%	6.9%	7.3%	14.7%	9.9%	11.7%	12.4%
① China	11	39	26	26	28	36	36	40	102	140	192	235
OPM	6.3%	16.6%	13.6%	11.5%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	12.4%	11.1%	12.1%	12.2%
② Indonesia*	-6	-6	-6	-6	-3	-3	-3	-3	-23	-11	-9	-5
③ USA*	0	0	0	0	-3	-3	-23	-23	0	-50	-20	1
(조정)	12	9	9	9	11	11	11	11	38	45	48	48
금융손익	-8	-7	-7	-8	-9	-7	-7	-6	-30	-29	-38	-31
기타손익	-1	5	-7	-5	6	7	10	7	-7	30	23	23
세전이익	57	101	53	49	80	99	64	56	260	300	404	497
margin	7.6%	11.1%	6.7%	6.6%	9.4%	9.5%	6.7%	6.2%	8.4%	8.0%	9.0%	9.7%
yoy	24.4%	56.9%	85.4%	178.7%	40.9%	-1.9%	21.3%	15.5%	56.8%	12.3%	34.6%	23.0%
유효법인세율	16.2%	19.5%	19.5%	19.5%	16.6%	20.5%	20.5%	20.5%	18.8%	19.5%	20.5%	20.5%
당기순이익	48	82	42	39	67	79	51	45	211	242	321	395
margin	6.4%	8.9%	5.4%	5.3%	7.9%	7.5%	5.3%	4.9%	6.7%	6.4%	7.1%	7.7%
yoy					40.3%	-3.1%	19.8%	14.1%	36.8%	12.4%	32.9%	23.0%
(지배주주)	48	82	41	38	68	82	53	47	207	250	325	395
(비지배주주)	0	0	2	2	0	-3	-3	-3	4	-8	-4	0

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터





에이블씨엔씨(078520)

2014. 7. 16

Buy

2Q 부진 지속 → 비용구조 개선 기대

[7/1 전망 유지]

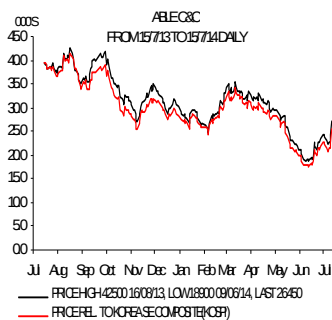
Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 32,000원
 현재주가(7.15) 264,500원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15) 3,373억원
 평균거래대금(60일) 82.0억원
 외국인지분율 16.18%

예상EPS(전년비, 연결/지배주주)
 FY14 1,129원 (13.7 %)
 FY15 1,610원 (42.6 %)

예상PE
 FY14 23.4배 (261.5%)
 FY15 16.4배 (188.7%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 본사의 적자와 해외사업의 이익이 상쇄되는 구조
- 국내사업은 매출의 둔화보다 정책비용 증가가 주가 하락의 원인. 하반기와 내년 비용구조 개선을 통한 가치 개선 기대
- Positive: Momentum(비용구조 개선)

■ Investment Point

1. 국내사업의 비용구조 개선 기대

- 2013년부터 할인경쟁이 심화 → Peer 대비 과도한 수익성 하락 상태
- 국내 매출 4,000억원의 화장품 업체로서 OPM 2% 내외는 비정상 수준. 과거대비 1+1 및 할인행사 증가로 원가율 3%p, 판촉과 광고 증가로 마케팅비율 5%p 상승
- 마케팅비 정책 수정 필요. 1) 비용 대비 낮은 매출 개선 효과. 2) 경쟁업체의 전략 변경(수익성 강화). 3) 단기 운용자금의 안정성 개선

2. 중국사업은 금년에도 호조 예상

- 일본사업은 엔화환율 하락으로 실적 정체이나, 중국사업은 고성장 예상
- 중국사업은 지난해 90% 성장한 매출 300억원 시현(OPM 20% 수준). 1Q 매출 98억원 시현하고 있어 연간 매출 400억원의 목표 달성 전망

■ 실적 전망 (종전 전망 유지: 7/1 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 이익에 대한 낮은 기대 (본사의 적자와 해외사업의 이익이 상쇄 구조)

- 연결(YoY): Sales 1,071억원(+4.1%), OP 4억원(흑전), NI 10억원(흑전)
- 본사: 매출은 정체. 이익은 적자 지속. 상반기 낮은 매출 수준에서 마케팅비 증가로 적자 시현 예상
- 해외/조정: 매출 210억원(중국 100억원, 일본 50억원), 영업이익 25억원 예상

2. 연간 전망: 하반기 본사의 이익 창출 기대

- 연결(YoY): Sales 4,707억원(+6.4%), OP 155억원(+17.3%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	4,523	536	420	3,370	48.5	11,973	21.3	6.0	11.7	31.6
2013	4,424	132	126	993	-70.5	12,945	30.5	2.3	13.3	7.9
2014E	4,707	155	144	1,129	13.7	13,589	23.4	1.9	8.7	8.4
2015E	5,018	225	205	1,610	42.6	14,903	16.4	1.8	5.9	11.1
2016E	5,354	303	269	2,107	30.9	16,682	12.6	1.6	3.9	13.1

시장대비 상대강도 : 1개월(1.40), 3개월(0.83), 6개월(0.89)





2Q FY14 Earnings Preview

[표 3-5] 에이블씨엔씨의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	970	1,030	1,085	1,340	966	1,071	1,217	1,453	4,424	4,707	5,018	5,354
yoy	11.0%	10.2%	-12.3%	-9.4%	-0.4%	4.1%	12.2%	8.4%	-2.2%	6.4%	6.6%	6.7%
① 본사	844	956	1,003	1,211	848	962	1,105	1,337	4,013	4,252	4,507	4,777
② 중국	88	74	79	103	98	100	100	102	344	400	460	520
③ 일본	69	56	51	47	50	50	53	58	223	210	240	270
(조정)	-31	-55	-48	-22	-30	-40	-41	-43	-156	-155	-189	-213
① 본사	3.0%	8.7%	-13.5%	-13.0%	0.5%	0.7%	10.3%	10.3%	-5.6%	5.9%	6.0%	6.0%
② 중국	186.5%	93.6%	37.2%	90.1%	11.5%	35.8%	26.6%	-1.8%	90.4%	16.2%	15.0%	13.0%
③ 일본	2.0%	-23.2%	-26.7%	-41.5%	-27.8%	-10.2%	2.1%	22.8%	-23.2%	-5.9%	14.3%	12.5%
매출총이익	689	698	745	879	659	725	825	981	3,010	3,189	3,436	3,673
margin	71.0%	67.8%	68.6%	65.6%	68.2%	67.6%	67.8%	67.5%	68.0%	67.8%	68.5%	68.6%
yoy	8.0%	2.2%	-13.8%	-14.8%	-4.4%	3.9%	10.8%	11.6%	-6.4%	6.0%	7.7%	6.9%
판매비	626	719	716	817	698	721	754	862	2,878	3,034	3,210	3,370
% of Sales	64.6%	69.8%	66.0%	61.0%	72.3%	67.3%	62.0%	59.3%	65.1%	64.5%	64.0%	62.9%
영업이익	63	-21	29	61	-39	4	71	119	132	155	225	303
margin	6.5%	-2.0%	2.6%	4.6%	-4.1%	0.4%	5.8%	8.2%	3.0%	3.3%	4.5%	5.7%
yoy	-36.0%	적전	-83.3%	-64.4%	적전	흑전	147.2%	94.7%	-75.4%	17.3%	45.7%	34.6%
① 본사	16	-29	22	42	-67	-21	46	94	51	52	106	168
② 중국/조정	46	8	7	19	27	25	25	25	80	103	120	135
① margin	2.0%	-3.0%	2.2%	3.5%	-7.8%	-2.2%	4.2%	7.0%	1.3%	1.2%	2.3%	3.5%
② margin	36.7%	10.7%	8.4%	15.0%	23.0%	22.9%	22.5%	21.9%	19.6%	22.5%	23.4%	23.4%
금융손익	10	13	1	6	9	9	9	10	30	36	40	44
기타손익	4	7	3	-3	-1	1	1	2	10	3	5	6
세전이익	76	-2	33	64	-31	14	81	130	171	194	270	354
margin	7.9%	-0.2%	3.0%	4.8%	-3.2%	1.3%	6.6%	9.0%	3.9%	4.1%	5.4%	6.6%
yoy	-29.2%	적전	-82.1%	-62.6%	적전	흑전	145.2%	103.3%	-70.0%	13.1%	39.4%	30.9%
유효법인세율	25.0%	-13.1%	27.1%	27.1%	13.0%	24.0%	24.0%	24.0%	26.6%	25.7%	24.0%	24.0%
당기순이익	57	-2	24	47	-27	10	61	99	126	144	205	269
margin	5.9%	-0.2%	2.2%	3.5%	-2.8%	1.0%	5.0%	6.8%	2.8%	3.1%	4.1%	5.0%
yoy	-32.7%	적전	-82.4%	-65.0%	적전	흑전	155.7%	111.8%	-70.0%	14.4%	42.6%	30.9%
(지배주주)	57	-2	24	47	-27	10	61	99	126	144	205	269
(비지배주주)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 에이블씨엔씨, 메리츠증권 리서치센터





제닉(123330)

2014. 7. 16

Buy

2Q 낮은 이익 개선 → 중국사업의 QoQ 성장 기대 [7/1 전망 유지]

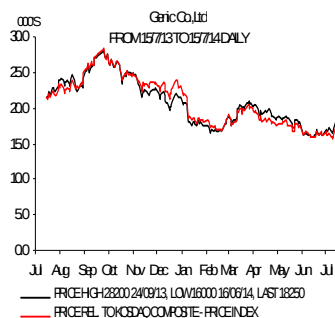
Analyst 송광수(6309-2622)
RA 박지은(6309-4510)

목표주가(6개월) 25,000원
 현재주가(7.15): 18,250원
 소속업종 음식료/화장품
 시가총액(7.15): 1,095억원
 평균거래대금(60일) 7.7억원
 외국인지분율 1.43%

예상EPS(전년비, 연결/지배주주)
 FY14 333원 (-42.1 %)
 FY15 1,227원 (268.2 %)

예상PE(시장대비)
 FY14 54.8배 (298.6%)
 FY15 14.9배 (89.8%)

주가그래프



■ 결론

- 2Q 전망: 지난해 기저효과로 매출은 높은 성장 예상되나, 국내 원가 상승에 따른 이익 감소와 해외사업의 초기 비용 발생으로 이익 개선 어려울 전망
- 국내사업은 하반기 채널별 브랜드 다변화로 홈쇼핑 매출의 점진적 회복 예상. 중국사업에서 유의미한 매출 성장세 시현 여부가 하반기 주요 점검 포인트
- Positives: Momentum(매출 안정화→실적 개선), Growth

■ Investment Point

1. 국내사업: 하반기 홈쇼핑 매출 점진적 회복 예상, OEM/ODM 원가 개선 노력 중

- 홈쇼핑: 채널별 브랜드 다변화 전략을 통해 3Q 이후 분기 100억원 달성 목표
 - 신규 '라쌍데'는 회당 매출액 관리 위해 선별적 방영 중
 - '셀더마'는 H사 이외에 기타 업체로 방영회수 증가 예정
- OEM/ODM: 'A'사 'E'브랜드, 'L'사 'B' 브랜드 등 시트 마스크 비중 증가로 원가 상승. 'C'사의 하이드로겔 마스크 비중 증가와 공정자동화로 수익성 개선 예상

2. 중국사업: QoQ 성장 흐름 기대

- 2014년 매출 목표 약 35~40억원. 2015년 매출 목표 ~100억원
- ODM/OEM: 시트와 하이드로겔 마스크 주문 동시 증가 중. 국내 'E' 브랜드에 시트 마스크 공급 중이며, 하반기 'I' 브랜드의 하이드로겔 제품 임가공 예정. Watsons에 PB 납품
- 시판: 인터넷(T-mall)을 통해 '셀더마' 시즌 3~4 판매 중이며, 하반기 시즌 5~6 품목 허가 시 매출 개선 기대. 하이드로겔 제품 메닝스 입점

■ 실적 전망 (종전 전망 유지: 7/1 탐방 노트)

1. 2Q 전망: 이익에 대한 낮은 기대 (본사의 이익과 해외사업의 적자가 상쇄 구조)

- 연결(YoY): Sales 159억원(+27%), OP 3억원(-84%), NI 3억원(-80%)
- 지난해 낮은 매출과 높은 이익의 기저효과 존재
- ① 본사: Sales 155억원, OP 6억원. 매출은 OEM/ODM 증가로 성장세 시현되나, 시트 마스크 비중 증가로 높은 원가율 지속 예상. 홈쇼핑 매출은 방영회수 증가로 QoQ 회복 흐름 ② 중국: Sales 5억원, OP -3억원

2. 연간 전망: 하반기 국내 홈쇼핑 매출 회복과 중국사업 매출의 QoQ 성장세 기대

- Sales 668억원(+7.4%), OP 22억원(-42.0%)

	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2012	858	71	57	957		8,754	36.0	3.9	17.1	10.7	13.6
2013	622	39	35	575	-39.9	8,818	37.5	2.4	15.5	6.5	22.0
2014E	668	22	20	333	-42.1	9,147	54.8	2.0	14.7	3.7	29.0
2015E	890	87	74	1,227	268.2	10,375	14.9	1.8	6.4	12.5	28.0
2016E	1,021	113	95	1,587	29.3	11,961	11.5	1.5	4.7	14.1	25.9

시장대비 상대강도 : 1개월(1.09), 3개월(0.95), 6개월(0.95)





2Q FY14 Earnings Preview

[표 3-6] 제닉의 분기 및 연간 전망 (IFRS 연결)

(억원)	1Q	2Q	3Q	2013 4Q	1Q	2QE	3QE	2014 4QE	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	133	125	190	173	146	159	175	187	622	668	890	1,021
yoy	-40.7%	-47.6%	-13.6%	-0.7%	9.8%	27.0%	-7.9%	8.0%	-27.5%	7.4%	33.3%	14.8%
① 본사	136	131	194	172	145	155	165	177	633	642	797	887
- 홈쇼핑	78	74	102	81	57	64	72	84	335	277	360	384
- ODM/OEM	38	35	76	67	75	76	78	71	217	300	331	380
- 수출	12	7	7	15	8	7	7	14	41	36	71	87
- 기타	9	15	9	8	5	8	8	8	41	29	35	35
② 중국	0	0	0	3	1	5	12	12	3	30	100	158
(조정)	-3	-6	-4	-1	0	-1	-1	-2	-14	-5	-7	-23
① 본사	-39.3%	-45.1%	-11.9%	-2.0%	6.3%	18.3%	-15.0%	3.1%	-26.2%	1.4%	24.2%	11.2%
매출총이익	55	73	72	74	47	56	65	75	273	242	354	407
margin	41.0%	58.2%	37.8%	42.4%	32.0%	35.3%	36.8%	39.8%	43.9%	36.3%	39.8%	39.9%
yoy	-58.3%	-52.5%	-42.9%	-16.1%	-14.2%	-22.9%	-10.3%	1.4%	-45.2%	-11.3%	46.4%	14.8%
판매비	53	54	65	61	50	53	56	60	234	220	267	295
% of Sales	40.2%	43.1%	34.3%	35.5%	34.4%	33.5%	32.0%	32.2%	37.7%	32.9%	30.0%	28.8%
영업이익	1	19	7	12	-3	3	9	14	39	22	87	113
margin	0.8%	15.0%	3.5%	7.0%	-2.4%	1.9%	4.9%	7.7%	6.2%	3.4%	9.8%	11.0%
yoy	-95.9%	-36.1%	-50.8%	445%	적전	-84.0%	26.7%	19.1%	-45.6%	-42.0%	289.7%	28.8%
① 본사	4	24	11	18	0	6	10	16	57	32	83	102
② 중국/조정	-3	-5	-4	-6	-4	-3	-1	-1	-18	-10	5	11
① margin	3.1%	18.1%	5.8%	10.4%	0.1%	4.0%	6.0%	8.9%	9.0%	5.0%	10.4%	11.5%
금융손익	2	1	1	1	1	1	1	1	5	4	5	7
기타손익	1	1	0	-1	0	0	0	0	0	0	1	1
세전이익	4	20	8	12	-3	4	10	15	44	26	93	121
margin	3.0%	16.2%	4.0%	6.9%	-1.9%	2.5%	5.5%	8.3%	7.0%	3.9%	10.5%	11.8%
yoy	-85.7%	-32.4%	-48.8%	흑전	적전	-80.2%	27.0%	30.3%	-37.9%	-39.7%	254.1%	29.3%
유효법인세율	19.2%	21.9%	27.5%	15.6%	-7.8%	21.0%	21.0%	21.0%	20.9%	24.0%	21.0%	21.0%
당기순이익	3	16	5	10	-3	3	8	12	35	20	74	95
margin	2.4%	12.6%	2.9%	5.8%	-2.0%	2.0%	4.3%	6.5%	5.6%	3.0%	8.3%	9.3%
yoy	-84.2%	-40.1%	-56.0%	흑전	적전	-80.0%	38.4%	22.0%	-39.2%	-42.1%	268.2%	29.3%
(지배주주)	3	16	5	10	-3	3	8	12	35	20	74	95
(비지배주주)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

자료: 제닉, 메리츠증권 리서치센터





Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2014년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2014년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2014년 7월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 송광수, 박지은)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항

1. 종목추천관련 투자등급(추천기준일 증가대비 4등급)

→아래 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Strong Buy : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- Buy : 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만.
- Hold : 추천기준일 증가대비 +5%이상 ~ +15%미만.
- Reduce : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

2. 산업추천관련 투자등급(추천기준일 시장지수대비 3등급)

→아래 산업투자자의견은 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것.

- 비중확대(Overweight).
- 중립(Neutral).
- 비중축소(Underweight)

KT&G(033780)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2012.07.13	산업분석	BUY	93,000	송광수	
2012.10.05	기업브리프	BUY	105,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	BUY	105,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	BUY	105,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	105,000	송광수	
2013.01.18	기업브리프	BUY	105,000	송광수	
2013.04.05	기업브리프	BUY	105,000	송광수	
2013.05.02	산업분석	BUY	105,000	송광수	
2013.05.02	기업분석	BUY	105,000	송광수	
2013.06.19	기업브리프	BUY	105,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	105,000	송광수	
2013.09.06	기업브리프	BUY	90,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	90,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	90,000	송광수	
2014.01.07	기업브리프	BUY	90,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	90,000	송광수	
2014.03.19	기업브리프	BUY	95,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	95,000	송광수	
2014.05.30	기업브리프	BUY	95,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	115,000	송광수	





2Q FY14 Earnings Preview

MERITZ
메리츠증권

오리온(001800)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.07.13	산업분석	BUY	1,100,000	송광수	
2012.08.30	기업브리프	BUY	1,100,000	송광수	
2012.09.19	기업브리프	BUY	1,100,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	BUY	1,100,000	송광수	
2012.11.15	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2012.11.30	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2012.12.03	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.07.03	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.09.12	기업브리프	BUY	1,500,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	1,500,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2013.12.19	기업브리프	BUY	1,250,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2014.06.20	기업브리프	BUY	1,250,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	

CJ제일제당(097950)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.07.13	산업분석	Strong BUY	500,000	송광수	
2012.08.03	기업브리프	Strong BUY	500,000	송광수	
2012.08.22	기업브리프	Strong BUY	500,000	송광수	
2012.09.10	기업브리프	Strong BUY	500,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	Strong BUY	500,000	송광수	
2012.11.2	기업브리프	Strong BUY	500,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	Strong BUY	500,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	500,000	송광수	
2013.04.23	기업브리프	BUY	500,000	송광수	
2013.05.29	기업브리프	BUY	500,000	송광수	
2013.07.08	기업브리프	BUY	440,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	440,000	송광수	
2013.08.02	기업브리프	BUY	440,000	송광수	
2013.10.11	기업브리프	BUY	440,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	440,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	350,000	송광수	
2014.01.14	기업브리프	BUY	350,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	350,000	송광수	
2014.03.28	기업브리프	BUY	350,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	350,000	송광수	
2014.04.25	기업브리프	BUY	350,000	송광수	
2014.05.09	기업브리프	BUY	400,000	송광수	
2014.06.26	기업브리프	BUY	400,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	400,000	송광수	

하이트진로(000080)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.11.01	산업분석	BUY	40,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	BUY	40,000	송광수	
2012.12.21	기업브리프	BUY	40,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	40,000	송광수	
2013.02.04	산업분석	BUY	40,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	32,000	송광수	
2013.10.08	기업브리프	BUY	32,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	32,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	Hold	26,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	Hold	26,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	Hold	26,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	Hold	26,000	송광수	





2Q FY14 Earnings Preview

롯데칠성음료(005300)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.07.11	기업브리프	BUY	2,000,000	송광수	
2012.07.13	산업분석	BUY	2,000,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	BUY	2,000,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	2,000,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	2,000,000	송광수	
2013.09.25	기업브리프	BUY	1,800,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	1,800,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	1,800,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	1,800,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	1,800,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	Hold	1,800,000	송광수	

농심(004370)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.07.13	산업분석	BUY	270,000	송광수	
2012.08.01	산업분석	BUY	270,000	송광수	
2012.08.09	기업브리프	BUY	270,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	Hold	270,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	Hold	290,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	Hold	290,000	송광수	

LG생활건강(051900)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동주이
2012.07.13	산업분석	BUY	670,000	송광수	
2012.09.11	기업브리프	BUY	700,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	BUY	700,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	770,000	송광수	
2013.04.10	기업브리프	BUY	770,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	770,000	송광수	
2013.09.04	기업브리프	BUY	770,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	770,000	송광수	
2013.10.30	기업분석	BUY	770,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	770,000	송광수	
2014.01.02	기업브리프	BUY	770,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	770,000	송광수	
2014.02.11	기업브리프	BUY	700,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	700,000	송광수	
2014.05.28	기업브리프	BUY	700,000	송광수	
2014.07.01	산업분석	BUY	700,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	700,000	송광수	





2Q FY14 Earnings Preview

아모레퍼시픽(090430)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2012.07.13	산업분석	BUY	1,250,000	송광수	
2012.09.03	산업분석	BUY	1,400,000	송광수	
2012.09.26	기업브리프	BUY	1,400,000	송광수	
2012.10.02	산업분석	BUY	1,400,000	송광수	
2012.10.10	산업분석	BUY	1,400,000	송광수	
2012.11.21	기업브리프	BUY	1,550,000	송광수	
2012.12.10	산업분석	BUY	1,550,000	송광수	
2013.01.16	산업분석	BUY	1,550,000	송광수	
2013.03.12	기업브리프	BUY	1,300,000	송광수	
2013.07.10	기업브리프	BUY	1,300,000	송광수	
2013.07.18	산업분석	BUY	1,300,000	송광수	
2013.10.02	기업브리프	BUY	1,300,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	1,300,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	1,300,000	송광수	
2014.01.07	기업브리프	BUY	1,300,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	1,300,000	송광수	
2014.02.17	기업브리프	BUY	1,300,000	송광수	
2014.03.07	기업브리프	BUY	1,400,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	1,400,000	송광수	
2014.06.16	기업브리프	BUY	1,750,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	1,750,000	송광수	

코스맥스(192820)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2014.04.07	산업분석	BUY	100,000	송광수	
2014.05.22	기업브리프	BUY	100,000	송광수	
2014.07.14	기업분석	BUY	130,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	130,000	송광수	

에이블씨엔씨(078520)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.08.26	산업분석	Hold	43,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	Hold	43,000	송광수	
2013.12.10	기업브리프	Hold	35,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	Hold	35,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	Hold	35,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	37,000	송광수	
2014.07.01	기업브리프	BUY	32,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	32,000	송광수	

제닉(123330)

추천확정일자	자료의 형식	투자의견	목표주가	담당자	주가 및 목표주가 변동추이
2013.08.26	산업분석	BUY	30,000	송광수	
2013.08.28	기업브리프	BUY	30,000	송광수	
2013.10.14	산업분석	BUY	30,000	송광수	
2013.10.25	기업브리프	BUY	30,000	송광수	
2013.12.12	산업분석	BUY	30,000	송광수	
2014.01.09	기업브리프	BUY	25,000	송광수	
2014.01.16	산업분석	BUY	25,000	송광수	
2014.04.17	산업분석	BUY	25,000	송광수	
2014.07.01	기업브리프	BUY	25,000	송광수	
2014.07.16	산업분석	BUY	25,000	송광수	

