

음식료

Overweight
(Reinitiate)

2015. 9. 8

HMR, 누구를 위한 기회인가

인구의 정체와 고령화에도 불구하고, 국내 식품 업체들은 꾸준히 외형을 확대해 나가고 있다. 왜 식품업체들의 매출은 축소되지 않고 성장하였는가? 이러한 흐름은 과거부터 이어져 온 식품소비 외부화의 연장선에서 주목할 필요가 있으며, 가구 형태의 변화가 HMR의 확대를 촉진시킨 것으로 판단된다. 본 보고서에서는 이렇게 늘어나고 있는 시장이, 누구에게 가장 큰 기회가 될 수 있는지 살펴보고자 한다.



음식료

Analyst 박상준

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. HMR, 왜 늘어나는가? 3

- > 식품소비 외부화의 연장선 3

II. 식품산업에 대한 영향 6

- > 주요 가공식품 업체에 대해 전반적인 수혜 기대 6

III. HMR, 누구를 위한 기회인가 11

- > 유통업체의 PB 공세 11
- > 식품 제조업체: 세분시장 대형화와 브랜드가 Key Point가 될 것 13

IV. 기업별 투자전략 18

- > 3가지 투자포인트 제시 18
- > 참고자료 19

기업분석 21

HMR, 누구를 위한 기회인가

>>> 식품산업 꾸준한 성장 기대

인구 증가의 정체와 고령화로 인해, 전체 식품 소비량의 둔화를 우려하고 있다. 하지만, 식품 산업은 꾸준히 성장 가능할 것으로 예상된다. 맛벌이 가구 증가로 인한, 식품 소비 외부화가 지속되는 가운데, 1, 2인 가구의 성장으로 HMR에 대한 수요가 급격히 증가하면서, 식품산업의 부가가치가 더욱 커질 것이기 때문이다.

>>> 누구를 위한 기회인가

HMR 수요의 증가로 인해, 식품 산업에 전반적인 수혜가 예상되는 가운데, 두 가지 큰 흐름에 주목한다.

첫째, 저성장 속에서 유통업체들의 식품 제조업 영역으로의 침투가 지속될 것이다. 유통업체들은 다양한 상품 구성을 통해, HMR 전문 브랜드를 강화해 나가고 있다. 이들은, 식품 제조업 자회사들을 통해 지속적으로 PB 브랜드의 비중 확대를 시도할 것이다.

둘째, 대형 세분시장에서 MS 1, 2위를 차지하는 업체가 신규 카테고리 시장을 주도할 것이다. 식품 제조업체는 세분시장 대형화를 통해 규모의 경제를 확보하여야 한다. 이를 통해, 추가적인 신제품 투자가 가능하며, 외형 확대가 지속 가능하게 된다.

>>> 투자의견 및 Top pick

식품산업에 대해 비중확대 의견을 제시한다. Top Pick은 PB 비중 확대로 인한 수혜가 예상되는 롯데푸드와 대형 세분시장에서 높은 점유율이 기대되는 CJ제일제당이다. 또한, 브랜드 파워를 바탕으로, HMR 신규 카테고리를 주도하고 있는 풀무원을 주목한다.

- > 당사는 9월 7일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. HMR, 왜 늘어나는가?

>>> 식품소비 외부화의 연장선

밖에서 사먹는 것이 편하다

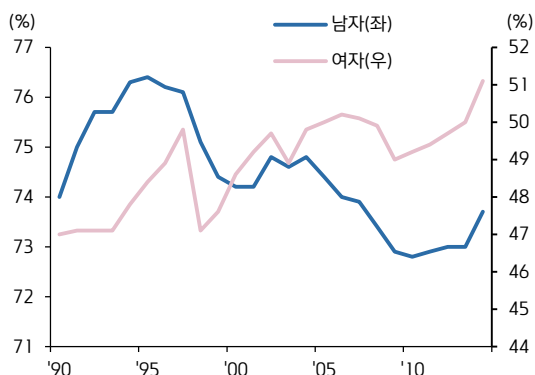
최근 시장에 HMR에 대한 관심이 거세다. HMR은 Home Meal Replacement의 약자로, 가정 간편식 혹은 기존 가정식에 대한 대체식품이라 할 수 있다.

시계를 좀 더 과거로 되돌려보자. 산업이 발달하고, 경제가 성장하면서, 제조업 각 분야의 생산성이 효율화 되었다. 남성 뿐만 아니라 여성의 경제활동 참가율이 꾸준히 증가하면서, 맞벌이 가구도 크게 증가하였다. 그 결과, 가정에서 모든 먹거리를 생산 혹은 조리하는 것은 비효율적인 것이 되면서, 식품소비에 대한 외부 의존도는 나날이 증가하고 있다. 이러한 수요가 식품산업 내 세분시장의 규모를 키워왔고, 세분시장이 산업화 되는 계기가 되었다.

현재 HMR에 대해 늘어나는 관심도 식품소비 외부화의 연장선에서 살펴볼 필요가 있다. 시간이 부족한 현대인들은 자기 자신이나 누군가를 위해 직접 요리하는데 많은 시간을 들이기도 어렵고, 그럴 필요성도 줄어들고 있다. 또한, 1인 가구와 2인 가구의 증가로 인해, 집에서 요리하는 것의 효율성도 떨어졌다. 시장에는 주식(主食)과 간식을 대신할 수 있는 많은 제품들이 쏟아지고 있으며, 가격대도 점점 합리적인 수준을 찾아가고 있다.

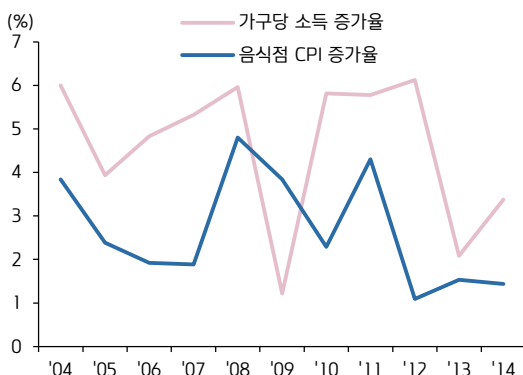
업계의 HMR 수요에 대한 대응은 더욱 강화될 것으로 예상된다. 왜냐하면, 1인 가구와 2인 가구는 더 이상 특이한 것이 아닌 평범한 것이 되었으며, 한국 가구 구성 비중에서도 지배적인 위치를 차지하게 되었기 때문이다.

여성의 경제활동 참가율 꾸준히 증가 중



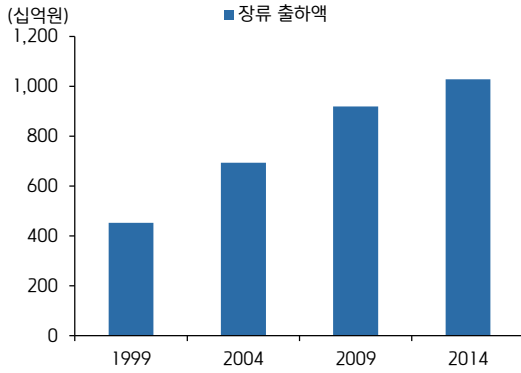
자료: 통계청, 키움증권 리서치

밖에서 사먹는 것이 합리적



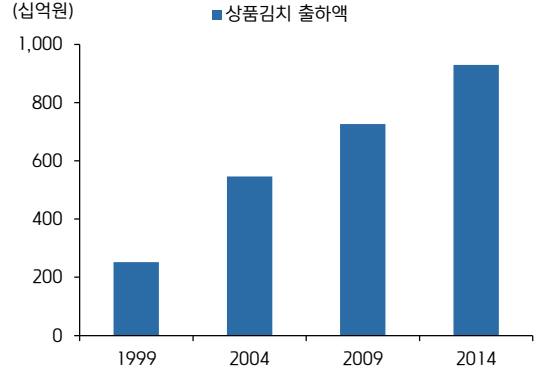
자료: 통계청, 키움증권 리서치

장류 출하액 추이



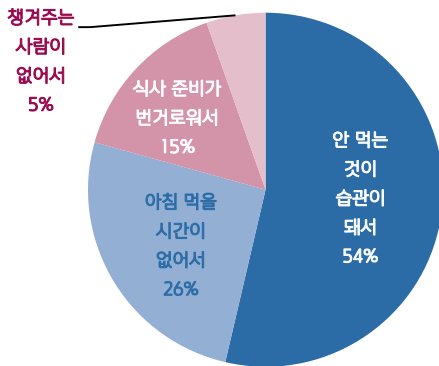
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

상품김치 출하액 추이



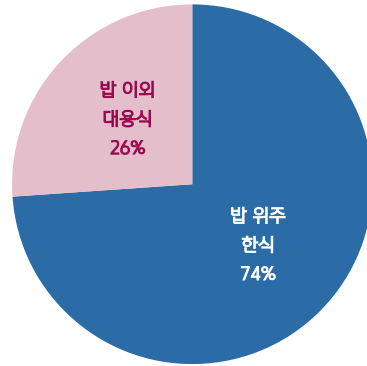
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

아침식사, 거의 안 하지만 먹고는 싶다



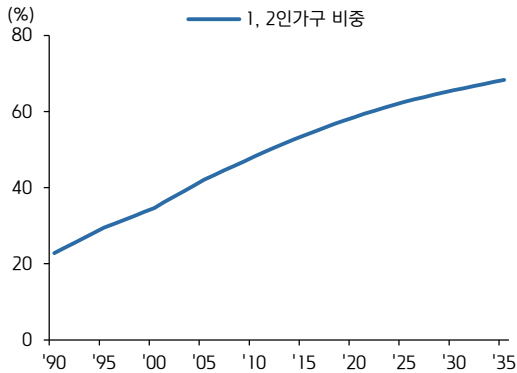
자료: 언론보도, SK플래닛, 키움증권 리서치

아침식사로 주로 무엇을 먹나



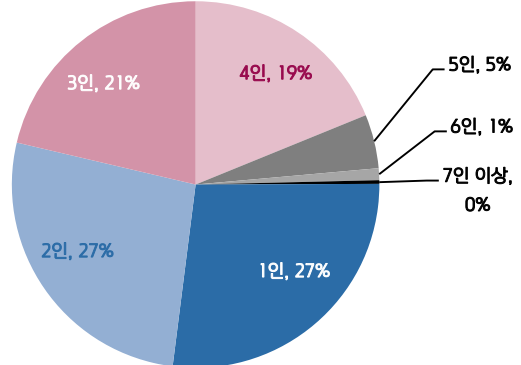
자료: 언론보도, SK플래닛, 키움증권 리서치

1, 2인가구 비중은 꾸준히 증가 중



자료: 통계청, 키움증권 리서치

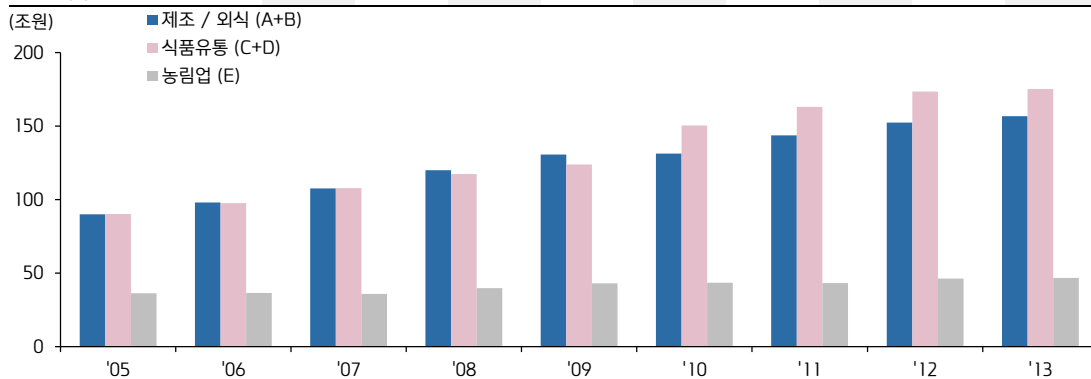
'15년 1, 2인가구 비중 54% 수준 추정



자료: 통계청, 키움증권 리서치

국내 식품산업 규모 추이 (단위: 조원)

국내 식품산업 규모	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
제조 / 외식 (A+B)	89.9	98.1	107.5	119.9	130.6	131.3	143.7	152.4	156.9
음식료품 제조업(A)	43.7	44.4	48.1	55.2	60.8	63.7	70.2	75.1	77.3
사료 제외	39.1	39.8	42.4	47.3	52.6	55.6	61.2	64.4	66.0
음식점업(B)	46.3	53.7	59.4	64.7	69.9	67.6	73.5	77.3	79.5
식품유통 (C+D)	90.2	97.6	107.7	117.4	123.8	150.6	163.1	173.5	175.2
음식료품 및 담배도매업	50.5	55.6	62.0	68.3	70.8	88.5	94.6	100.3	100.6
담배제외(C)	47.6	52.5	58.6	64.7	67.1	85.4	91.4	97.0	97.3
음식료품 및 담배소매업	9.0	9.6	10.1	11.2	12.2	12.7	13.7	13.6	13.5
담배제외	8.8	9.5	10.0	11.1	12.2	12.6	13.6	13.5	13.4
식품 소매업(D)	42.7	45.1	49.1	52.7	56.8	65.2	71.7	76.5	77.8
농림업 (E)	36.3	36.4	35.8	39.7	43.0	43.5	43.2	46.4	46.6



자료: 농림축산식품부, 한국농수산식품유통공사, 키움증권 리서치

II. 식품산업에 대한 영향

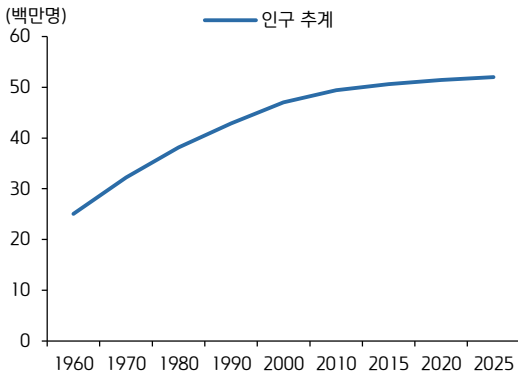
>>> 주요 가공식품 업체에 대해 전반적인 수혜 기대

식품 소비가 늘어날 수 있을까?

식품 소비량에 가장 큰 영향을 주는 것은 단연 인구다.

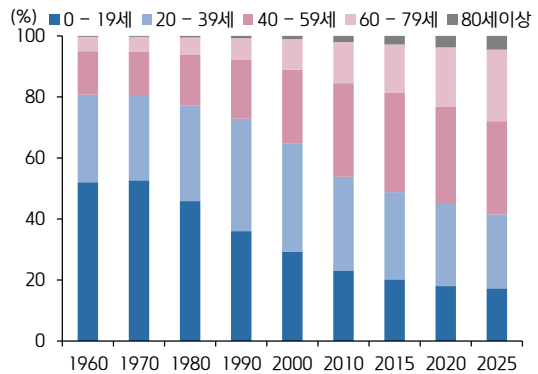
한국전쟁 이후 급격히 증가한 국내 인구는 2000년대 들어서면서 정체되기 시작하였다. 게다가 출산율이 떨어지면서, 인구 구조는 급격히 고령화 되는 양상을 보이고 있다. 따라서, 현재의 인구 증가율과 구조 변화 상황에서는, 전체 식품 소비량이 증가하기 어렵다. 그래서 시장에서도 출하량의 성장보다는, 가격인상을 통한 이익 성장에 대한 기대가 강했던 것이 사실이다.

인구도 안 늘고



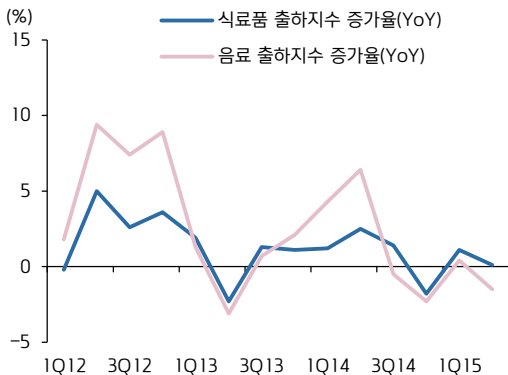
자료: 통계청, 키움증권 리서치

고령화 되어서 전체 식품 소비량이 늘기 어려움



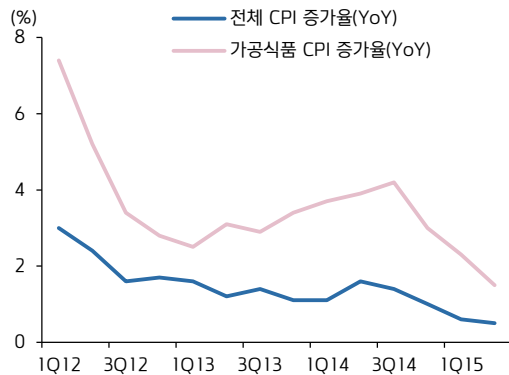
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

'13년 이후 출하지수 증가율 더욱 둔화



자료: 통계청, 키움증권 리서치

가격인상으로 인한 이익 성장 기대가 컸었음



자료: 통계청, 키움증권 리서치

식품 산업 관점에서는 다른 시각 필요

하지만, 식품 산업은 다르다고 생각한다.

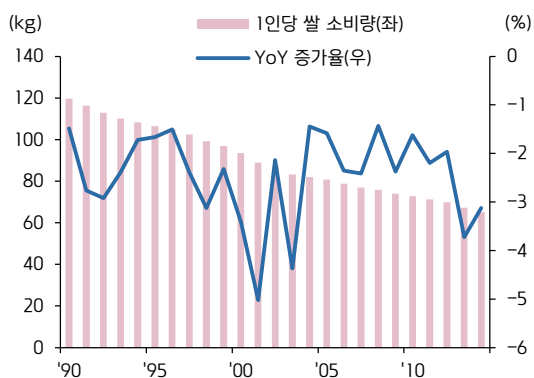
식품산업은 식품소비 외부화 덕분에, 인구 구조를 극복하고 지속적으로 성장해왔다. 맞벌이 가구의 증가로 가사 노동력이 외부화 되는 자리를 대신하면서, 가사 노동이 창출했었던 부가가치가 식품산업이 존재해야 하는 이유가 되었다. 또한, 가구의 구성원 수가 감소하면서, 먹거리를 외부에서 조달하는 것은 더욱 합리적인 일이 되어가고 있다. 우리가 소비하는 식품의 양은 줄어들 수 있을지라도, 식품산업의 역할은 나날이 커지고 있는 것이다.

한국 주식(主食)의 큰 비중을 차지하는 쌀과 배추김치의 소비량은 여러 가지 복합적인 요인으로 줄어 들고 있다. 그러나, 가공밥(미반)과 상품 김치 시장은 나날이 커지고 있다. 식품산업의 부가가치가 확대되고 있는 것이다. 최근에는 배달음식, 도시락, HMR까지 높은 성장세를 보이고 있다. 점점 집에서 음식을 해먹기 보다는 외부 조달에 의존하고 있고, 가사 노동의 영역은 축소되고 있는 것이다.

먹거리의 조달을 외부에 의존하다 보니, 소비자들은 요리하는 방법을 잃어버리게 되었다. 더구나 인터넷에 들어가면, 블로그에 조리 방법에 대한 설명까지 자세히 되어있어, 요리 매뉴얼을 숙지할 이유도 없다. 또한, 집에서 1명씩은 볼 수 있었던 요리사는 대중매체를 통해 만날 수 있는 셰프테이서가 되었다. 누군가에게 요리는 어쩌다 캠핑 한 번 가서 하는 것이 되었을 수도 있다.

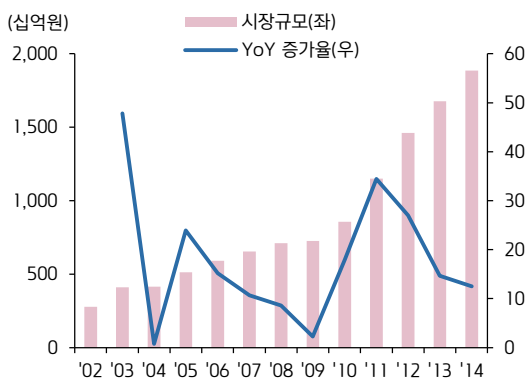
결과적으로 소비자들은 간편한 것을 원하게 되었다(1인 가구와 2인 가구에서 이러한 현상은 더욱 심화). 배달음식을 시켜먹거나, 도시락을 사서 집으로 가져와 먹거나, 간단하게 전자레인지나 끓는 물에 데워 먹는 음식을 선호하게 된 것이다. 따라서, 가정 간편식을 만드는 가공식품 업체들에게 전반적인 수혜가 예상된다.

연간 쌀 소비는 줄어드는데



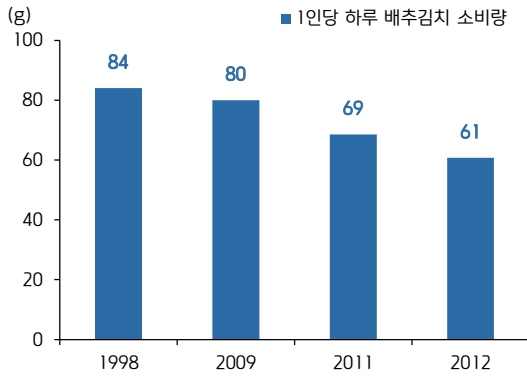
자료: 통계청, 키움증권 리서치

미반 시장은 꾸준히 증가



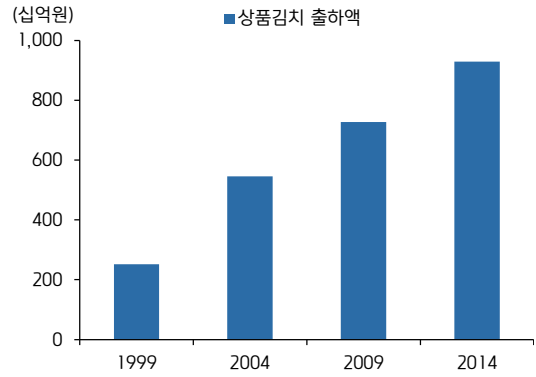
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

배추김치 소비도 줄었는데



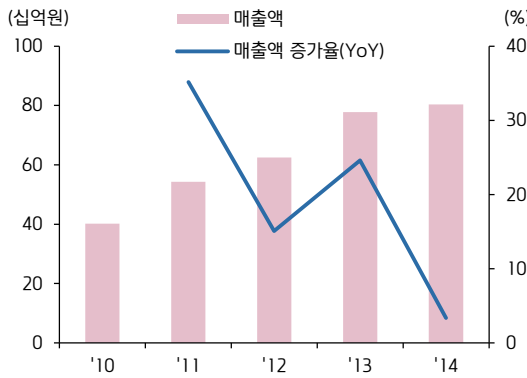
자료: 언론보도, 한국농수산식품유통공사, 키움증권 리서치

상품김치 시장은 확대



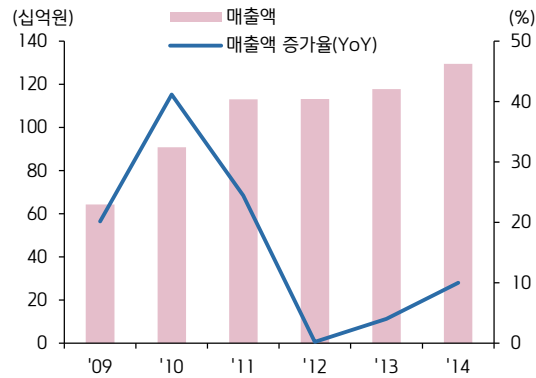
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

한솔도시락 성장세 지속



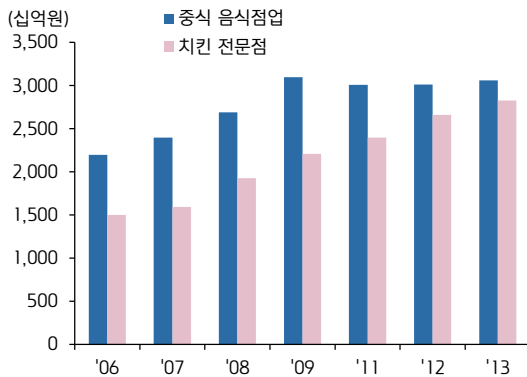
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

본죽, 본도시락도 꾸준히 성장(본아이에프 매출 추이)



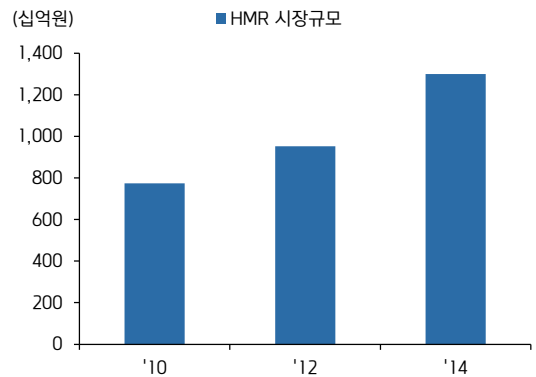
자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

중식 음식점, 치킨 전문점 매출의 증가



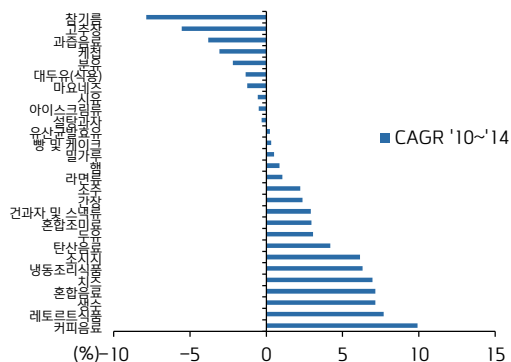
자료: 통계청, 키움증권 리서치

늘어나는 HMR 수요



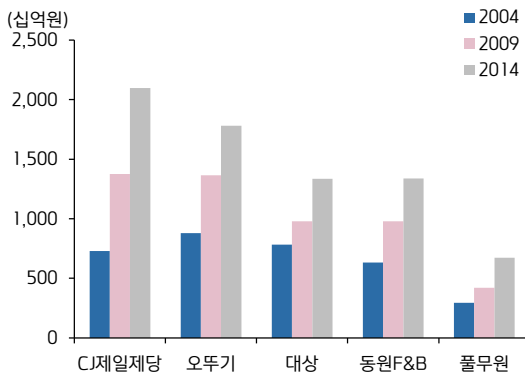
자료: 농식품유통교육원, 키움증권 리서치

레토르트, 냉동조리식품의 출하량 성장을 높음



자료: 통계청, 키움증권 리서치

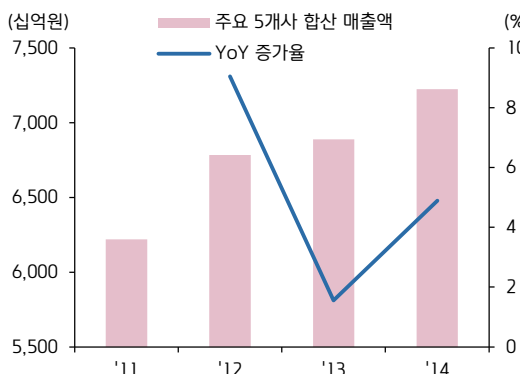
최근 10년간 가공식품 매출 꾸준히 성장



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

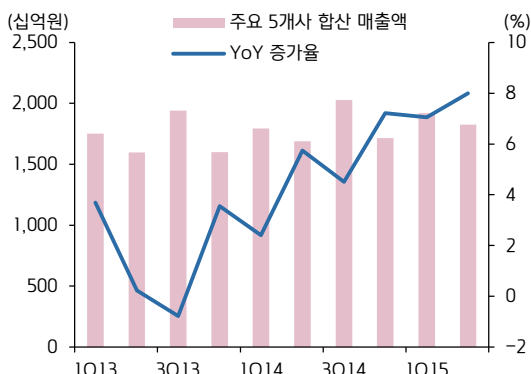
주: 1) 대상은 대상F&F 포함, 2) 풀무원은 풀무원식품 국내부문

주요 5개사 가공식품 매출 성장률 최근 동향



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 대상은 대상F&F 포함, 2) 풀무원은 풀무원식품 국내부문



채널 측면에서의 변화

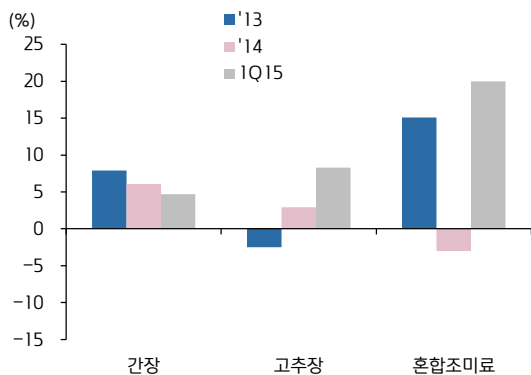
B2B가 B2C의 성장률을 상회할 것으로 예상된다.

특히, 기본적인 식재료에서 이러한 현상이 더욱 심화될 것으로 예상된다.

식품소비의 외부화가 지속되기 때문에, 각종 식재료의 리테일 비중은 축소될 가능성이 높다. 가사 노동이 산업 현장으로 나가면서, 가정에서 요리하는 수요가 지속적으로 감소하기 때문이다. 따라서, 식품제조업체, 외식업체 등이 식재료를 대량으로 구매한 후에, 먹기 좋게 가공해서 소비자들에게 공급하게 된다. 우리가 잘 알고 있는 식자재 유통의 대형화와 기업화가 나타날 수밖에 없다.

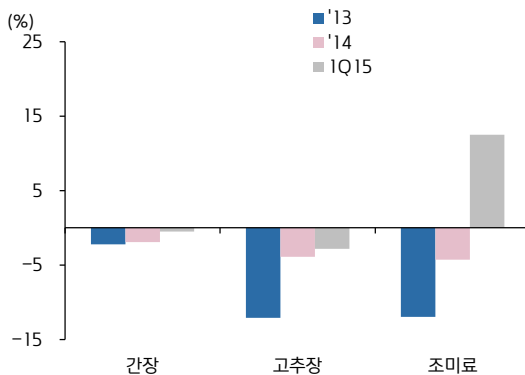
그러므로, 식자재 유통 채널의 강화는 식품제조업체와 유통업체 입장에서 매우 중요하다. 단기적으로 늘어나는 실적보다도, 중장기적인 시각에서 반드시 필요한 채널이기 때문이다.

장류, 조미료의 시장규모는 커지는데



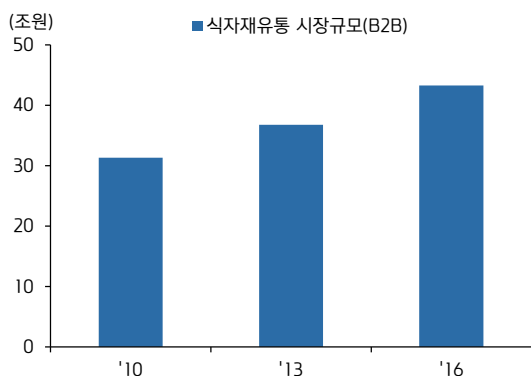
자료: 통계청(출하량 증가율 + CPI 증가율), 키움증권 리서치

소매점 매출은 역성장



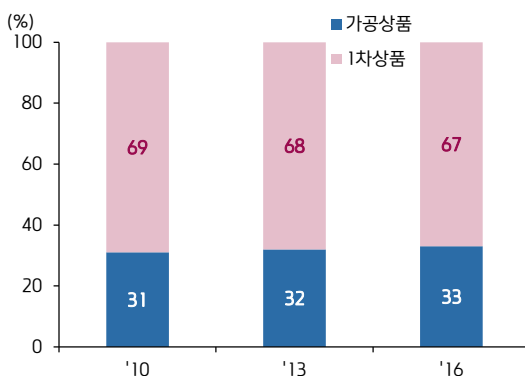
자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

B2B 식자재유통 시장규모 확대 예상되고



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

가공식품 비중도 꾸준히 증가 전망



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

주요 기업들의 식자재유통 및 단체급식 사업 진출 현황

그룹	회사명	관련사업 매출 ('14년 기준, 십억원)	주요 주주(지분율)
CJ	CJ 프레시웨이	1,795	CJ(49.4)
대상	대상베스트코	459	대상(70.0)
동원	동원홈푸드	466	동원 F&B(100.0)
풀무원	푸드머스, 이씨엠디	749	풀무원(100.0)
롯데	롯데푸드주 1)	300	롯데칠성(9.3), 롯데제과(9.3), 호텔롯데(8.9), L 제 2 투자회사(4.3)
신세계	신세계푸드	652	이마트(46.1), 신세계조선호텔(8.6)
현대백화점	현대그린푸드	1,271	정교선(15.3), 정지선(12.7)

자료: 회사자료, 키움증권 리서치, 주: 롯데푸드 매출액은 당사 추정치

III. HMR, 누구를 위한 기회인가

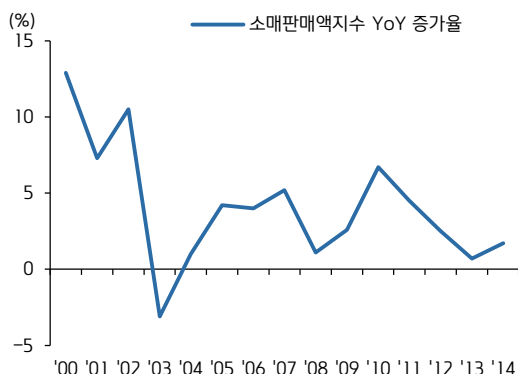
>>> 유통업체의 PB 공세

저성장 극복을 위해서 연관 산업 침투는 필수

유통업체들은 저성장 국면을 극복하기 위해, 연관 산업으로의 침투를 지속적으로 시도하고 있다. 의류 및 가구 브랜드 인수, 가전매장 업체 인수, PB 브랜드 전개는 제조업체 입장에서는 유쾌한 상황이 아닐 것이다.

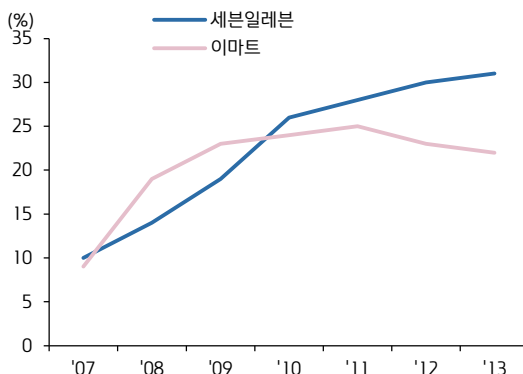
식품 산업도 마찬가지이다. 할인점을 보유하고 있는 유통 대기업들은 모두 PB 브랜드를 보유하고 있고 강화하고 있다. 심지어, 신세계와 롯데그룹은 직접 제조업에 뛰어들었다. HMR의 주요 채널로 주목 받고 있는 편의점은 할인점 보다 PB 비중이 더 높다.

소비둔화 지속 되면서



자료: 통계청, 키움증권 리서치

유통업체는 PB상품 매출 비중 확대가 요구됨



자료: 언론보도, 키움증권 리서치

유통업체의 식품사업 관련 자회사 현황

그룹	주요 유통 채널	식품제조업 자회사	식품 관련 사업 포트폴리오	'14년 매출(십억원)
롯데	롯데마트, 세븐일레븐	롯데푸드	유지, 빙과, 육가공, 유가공, 간편식, 식자재유통, 급식	1,633
신세계	이마트, 위드미	신세계푸드	식자재유통, 급식, 외식, 간편식	652
현대백화점	현대백화점	현대그린푸드	식자재유통, 급식	1,966
GS 리테일	GS25	후레쉬서브	간편식 제조	52
BGF 리테일	CU	비지엠펙푸드	간편식 제조	27

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

HMR 관련 전문 브랜드의 런칭

최근 이마트가 런칭한 Peacock은 HMR 관련 전문 브랜드라는 점에서 의미가 있으며, 기존 식품 제조 업체와는 매우 다른 점이라 할 수 있다.

유통업체들은 어느 정도 매출의 안정성을 보장할 수 있기 때문에, HMR 상품의 다양성을 쉽게 갖출 수 있다. 자신들이 직접 생산하지 않더라도, 다양한 공급업체로부터 소싱을 함으로써, 쉽게 매대의 구색을 갖출 수 있다.

또한, 시장에는 영세한 식품 제조업체가 굉장히 많다. 대기업들에게 가려져 있지만, 사업체 수도 많고, 영위하는 업종도 다양한 것으로 추정된다. 이들은 매출 규모가 작고, 원가율이 높으며, 품목이 다변화 되어 있지 않다. 따라서, 매출 성장과 품목 다변화를 위해, 브랜드에 관계 없이 적극적으로 납품할 가능성이 높다.

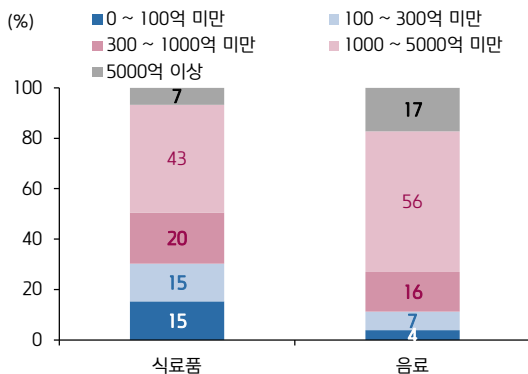
따라서, 다양한 상품을 시장에서 테스트하고, 계열사 제조업체를 통해서 인기 상품의 대형화를 시도할 가능성이 높으며, 이를 통해 신규 세분시장에서 PB가 한 자리를 차지할 가능성이 높다.

인기를 끌고 있는 이마트의 Peacock



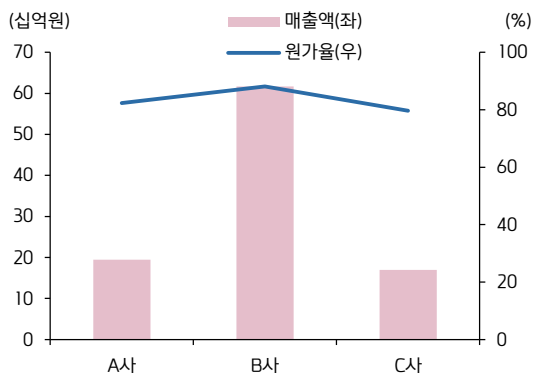
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

출하액 규모별 매출 비중('13년 기준)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

OEM 업체들 영세하고 원가율 높아 PB 납품 매력적



자료: 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

회사명	주요 제품	주요 납품 경로
A 사	도시락, 햄버거 등	편의점 PB 납품 등
B 사	소스, 드레싱류 등	NB OEM 납품 등
C 사	냉장/냉동식품(국/탕/찌개류 등) 등	할인점 PB 납품 등

>>> 식품 제조업체: 세분시장 대형화와 브랜드가 Key Point가 될 것

세분시장 대형화가 필요하다

전술한 바와 같이, 제조업체들은 HMR 전문 브랜드를 내세우지 않고 있다. 간편식 신제품도 런칭 하지만, 기존 제품 군을 소비 트렌드에 맞추어 개선하는 경우도 많다. SKU 개수가 너무 증가하면, 수익성을 악화시킬 수 있기 때문이다.

따라서, 식품 제조업체는 세분시장을 대형화하고, 그 시장에서 1~2위의 지위를 차지해야 한다.

첫째, 세분시장의 대형화는 추가적인 신제품의 시도를 가능하게 한다. 유통업체와 비교했을 때, 제조업체는 다양한 종류의 제품을 무작정 늘릴 수는 없다. 어느 정도 규모의 경제를 확보하고, 수익성을 가져갈 수 있어야, 다른 신제품에 대한 추가 판촉이 가능하다.

둘째, PB의 공세로 시장 1~2위라는 지위는 더욱 중요해졌다. 유통업체도 매출을 극대화해야 하기 때문에, 무조건 NB를 배제할 수는 없다. 하지만, 향후 성장하는 시장에서는 PB가 한 자리를 차지할 가능성이 높다. 제품별로 차이는 있겠지만, 일본 시장의 사례와 국내 편의점의 PB 비중을 참고한다면, 신규 세분시장 내 PB 브랜드의 점유율은 20~30% 정도 가능할 것이다.

따라서, 1) 기존 간편식 제품 군에서 MS 1~2위를 하면서, 2) 신규 카테고리 제품 군을 선도하는 업체가 향후 시장을 주도할 가능성이 높다고 판단된다.

업체는 HMR 관련 다양한 제품 출시 중



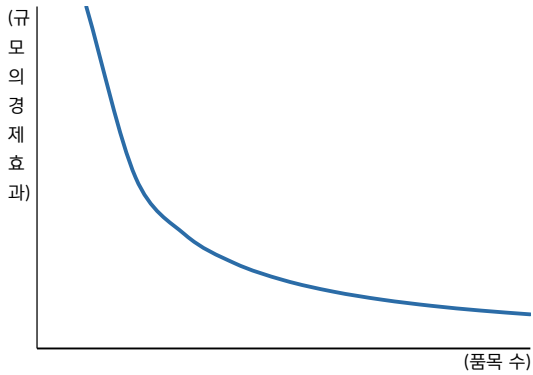
자료: 언론보도, 키움증권 리서치

HMR 유형의 세분화

유형	정의	예시
RTP (Ready To Prepared)	식재료를 요리하기 편리하게 세정하고 소분한 상품	조리용 소분채소 등
RTE (Ready To Eat)	구매 후 바로 먹을 수 있는 음식	밀반찬, 나물, 김치, 샐러드, 샌드위치, 김밥, 식단배달, 유아용 이유식 등
RTH (Ready to Heat)	전자레인지 등으로 간단히 가열 후 먹는 음식	햇반, 즉석죽, 즉석국, 냉동피자, 전, 레토르트식품 (국, 스프, 3 분카레, 스파게티 등) 등
RTC (Ready to Cook)	간단하게 요리한 후 먹을 수 있는 음식	냉동만두, 냉동돈까스, 양념갈비, 전골재료모듬, 순두부찌개

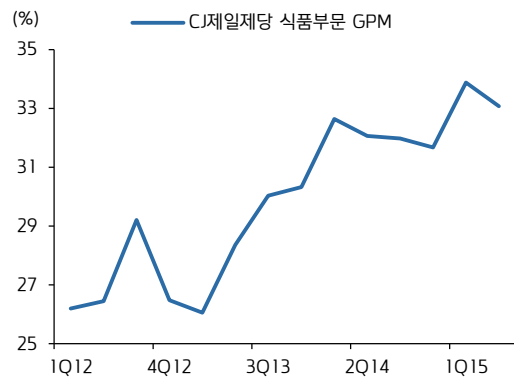
자료: 농식품유통교육원, 키움증권 리서치

품목 수 늘어나면 규모의 경제 효과 감소



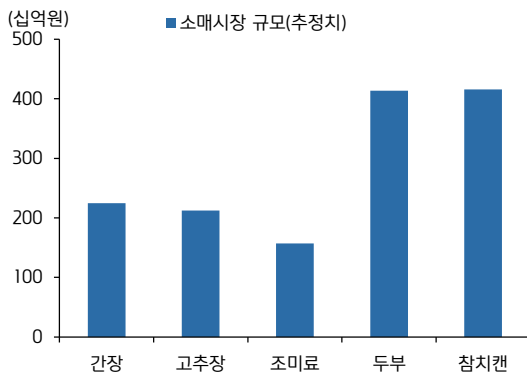
자료: 키움증권 리서치

SKU 구조조정 이후 개선된 CJ제일제당의 수익성



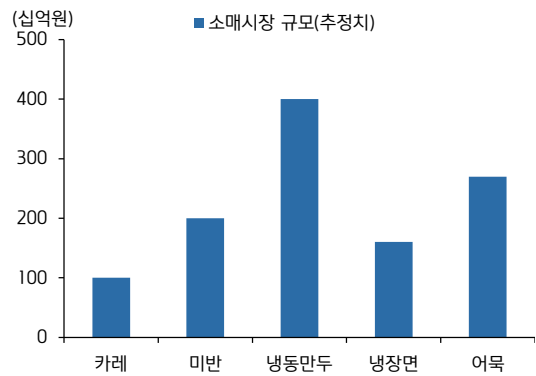
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

대형화 된 기존 Cash Cow 제품



자료: 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

성장성 보유한 세분시장도 대형화 진행



자료: 식품산업통계정보, 언론보도, 키움증권 리서치

주요 5개사 Cash Cow 바탕으로 품목 다각화

회사명	Cash Cow	품목 다각화
CJ 제일제당	장류, 조미료	미반, 냉동식품, 디저트류 확대
대상	장류, 조미료	소스류, 카레 확대
오뚜기	레토르트, 소스류	라면, 미반 확대
동원 F&B	참치캔	냉동식품, 유가공품 확대
풀무원	두부	냉장면, 냉동식품 확대

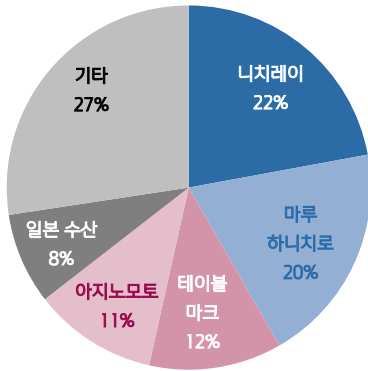
자료: 키움증권 리서치

간편성이 높은 제품들의 MS 현황

품목	시장점유율	
	1 위	2 위
카레	오뚜기	대상
미반	CJ	오뚜기
냉동만두	CJ	해태, 동원
냉장면	풀무원	CJ
어묵	CJ	사조

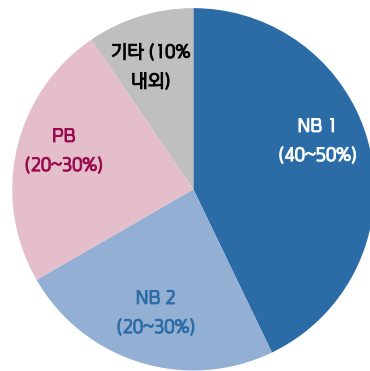
자료: 언론보도, 식품산업통계정보, 키움증권 리서치

일본 냉동식품시장 점유율('13년 기준)



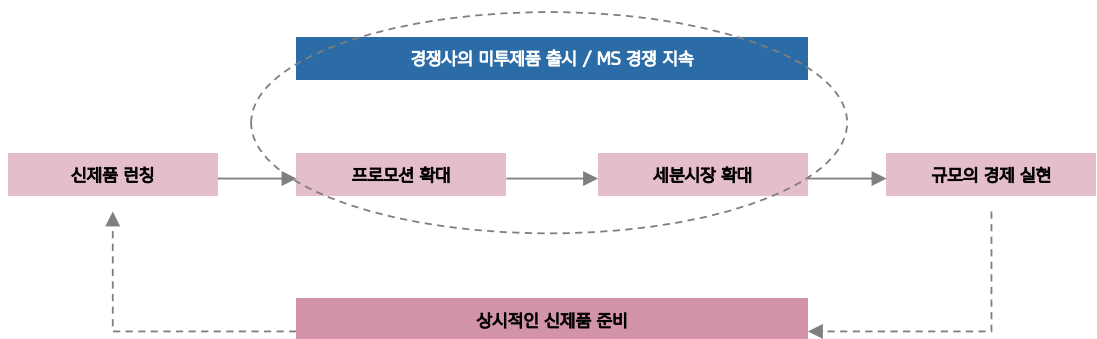
자료: 니치레이, 키움증권 리서치

신규 세분시장의 시장 구도 예상



자료: 키움증권 리서치

가공식품 비즈니스 순환 도식도



자료: 키움증권 리서치

반전의 가능성은 브랜드

Mass 시장에서 상위 업체가 되기 어렵다면, 브랜드 투자와 제품 차별화를 통해 높은 총 마진을 확보해야 한다. 식품 제조업체들은 전사적인 기업 브랜드 외에 세부 브랜드 라인을 갖추고 있다. 세부 카테고리 안에 맞는 스토리와 이미지를 설정하고, 브랜드를 세분화 한 것이다.

브랜드를 통해 제조업체는 제품의 가격을 높게 설정할 수 있고, 비교적 작은 규모로도 적정 마진을 확보할 수 있다. 이를 통해 추가적인 SKU의 확장이 가능하며, 신제품의 성공 가능성에 투자해 나갈 수 있다.

매출 규모가 상대적으로 열위한 업체들은 대형 세분시장을 장악하는 것은 쉽지 않고, 시간도 오래 걸릴 가능성이 높다. 대형 업체들보다 프로모션을 효율적으로 진행해야 하기 때문에, 공격적인 판촉 활동을 하기 어렵기 때문이다. 하지만, 브랜드 투자와 신제품 선도를 통해 경쟁사 대비 높은 가격을 설정할 수 있다면, 식품 시장에서 위치를 탄탄히 구축해 나갈 수 있다고 판단된다.

식품 업체들 브랜드 세분화에 나서고 있음



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

외식 채널과 리테일 채널의 브랜드 연계



자료: 언론보도, 회사자료, 키움증권 리서치

지속적인 캠페인과 교육으로 스토리 메이킹 시도



자료: 품무원, 키움증권 리서치

주요 식품 기업 CI 변천사



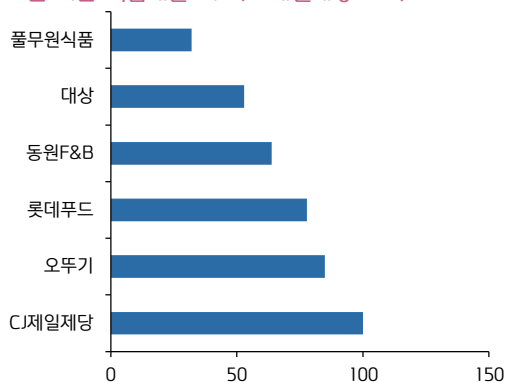
자료: 언론보도, 회사자료, 키움증권 리서치

해외 브랜드와의 제휴 사례



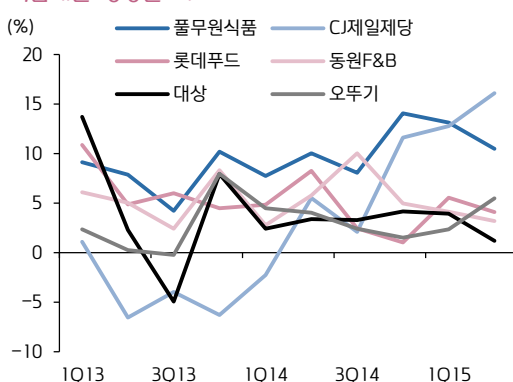
자료: 언론보도, 회사자료, 키움증권 리서치

'14년 기준 식품매출 비교(CJ제일제당=100)



자료: 회사자료, 키움증권 리서치
주: CJ제일제당, 대상은 소재부문 매출 제외하고 계산

식품매출 성장률 비교



자료: 회사자료, 키움증권 리서치
주: 1) CJ제일제당, 대상은 소재부문 매출 제외하고 계산,
2) 롯데푸드의 2013년 성장률은 롯데햄 합병효과를 제거하고 추정

IV. 기업별 투자전략

>>> 3가지 투자포인트 제시

PB의 침투: 롯데푸드

신규 세분시장에서 PB 브랜드는 자신의 포지션을 가져갈 실력을 갖춰 나가고 있으며, 편의점과 할인점을 Captive로 보유한 롯데푸드의 중장기 성장성이 유망하다고 생각한다.

유지와 빙과 사업을 Cash Cow로 하여, 현재 유가공과 육가공 사업에서 성장을 꾀하고 있다. 중장기적으로는 롯데그룹 Captive를 바탕으로 식자재유통과 HMR 사업을 확대해 나갈 계획이다.

또한, 다른 유통업체 자회사에 비교하여, 식품 제조업체로서 가장 경험이 많다. 직접 4개의 HMR 공장을 보유하고 있고, 햄/면과 같은 HMR의 원료를 만드는 공장도 보유하고 있어, 상대적으로 안정적인 초기 수익성이 기대된다.

MS 1위: CJ제일제당

주요 대형 세분시장에서 시장점유율 1위를 차지한 CJ제일제당은 향후 신제품의 지속적인 출시와 전략적인 마케팅을 통해 신규 세분시장을 지속적으로 지배해 나갈 것으로 기대한다.

‘13년 2분기 SKU 구조조정 이후, 라이신 업황이 회복되면서, 동사의 가공식품 사업은 더욱 탄력을 받게 되었다. ‘14년 4분기부터 매출 성장률이 회복되면서, 업계 1위의 규모에도 불구하고 가장 높은 매출 성장률을 시현하고 있다.

향후에도, 효과적인 미디어 활용 능력과 전략적인 판매촉진 활동으로 국내 신규 세분시장을 주도할 것으로 기대된다. 더불어 중국 및 아시아 시장에서 존재감을 높이고 있는 CJ 브랜드와 CGV, 푸드빌 등 계열사와의 시너지를 통해, 해외 시장 진출 가능성을 높여가고 있다.

브랜드 力: 풀무원

매출 규모는 비교적 작지만, 강력한 브랜드 파워와 신제품 선도로 신규 세분시장에서 영역을 확대해 나갈 것으로 기대한다.

기존의 두부, 냉장면, 나물, 계란 등을 바탕으로 품목을 다각화하고 있다. ‘바른 먹거리’ 캠페인을 통한 지속적인 브랜드 투자를 통해, 깨끗하고 건강한 이미지로 시장에 어필하고 있다. 그 결과, 레디밀, 착즙 주스, 비유당면, 냉동만두 등의 제품에서 성과를 보이고 있으며, 새로운 카테고리를 출시하며 시장을 꾸준히 선도하고 있다.

시장에서는 해외 법인의 수익성 악화를 우려하고 있는데, 최악의 시기를 지나고 있는 것으로 판단된다. 일본 법인은 콩 가격이 안정세를 보이고 있으며, 미국 법인은 파스타 매출 회복에 역점을 두고 있다.

>>> 참고자료

해외사업 및 Key Chart 정리

중국 등 신흥시장의 소비 증가와 한류의 확산은 국내 식품 업체들의 해외 시장 진출에 많은 도움이 될 것이라 생각한다. 아래의 내용들은 현재 진행되고 있는 부분도 있지만, 일부는 가시성이 낮은 부분도 있다. 하지만, 중장기적으로 회사를 크게 변화시킬 수 있는 부분이기 때문에, 지속적인 관심이 필요하다고 생각된다.

주요 회사별 해외사업 현황 및 기대

회사명	CJ제일제당	대상	동원 F&B
식품 사업	1) 해외 매출 비중 15% 내외 → 해외 M&A 가능성 2) CJ CGV, 푸드빌과의 시너지 가능성	1) 전분당 해외 증설 2) PT 미원 인도네시아 법인의 수익성 회복 가능성	1) 해외 참치캔 시장 진출 가능성
식품 사업 외	1) 전사 기준 해외 매출 비중 28% 수준 2) 메치오닌 증설 가능성	1) 라이신 사업 신규 진출	

회사명	롯데푸드	오뚜기	풀무원
식품 사업	1) 중국 분유 수출: '15년 300억 이상 기대	1) 해외 매출 비중 11%	1) 미국/일본 법인 턴어라운드 2) 중국 직소시장 진출
식품 사업 외			

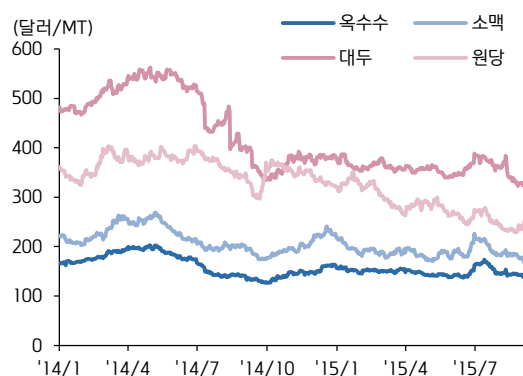
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

원/달러 환율 추이



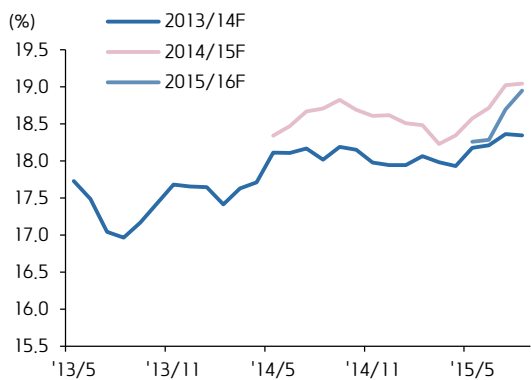
자료: 한국은행 경제통계시스템, 키움증권 리서치

주요 곡물가격 추이



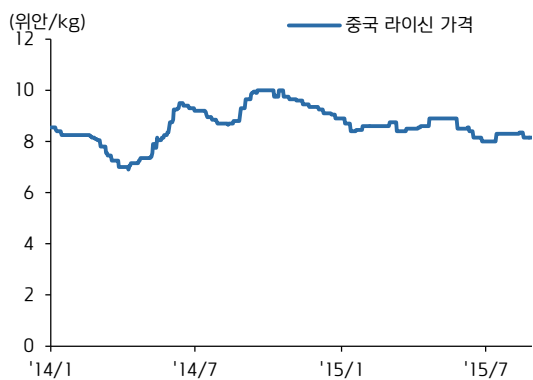
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

USDA 곡물재고 전망 추이



자료: USDA, 키움증권 리서치

중국 라이신 가격 추이



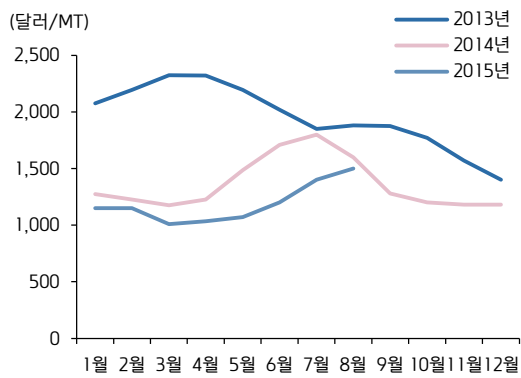
자료: 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

돈육대표가격 추이



자료: 축산유통종합정보센터, 키움증권 리서치

가다랑어(Skipjack Tuna) 월별 평균가격 추이



자료: Thai Union, 키움증권 리서치



기업분석

CJ제일제당
(097950)

BUY(Reinitiate)/목표주가 590,000원
시장지배력 확대 본격화

롯데푸드
(002270)

BUY(Reinitiate)/목표주가 1,370,000원
HMR 시장 공략 시작

풀무원
(017810)

BUY(Initiate)/목표주가 240,000원
브랜드 투자의 결실 기대

대상
(001680)

Outperform(Reinitiate)/목표주가 34,000원
우려는 많이 반영 되었다

CJ제일제당 (097950)



BUY(Reinitiate)

주가(9/7) 363,500원

목표주가 590,000원

가공식품과 바이오 사업을 필두로, 경쟁사 대비 우월한 매출 및 이익의 성장이 기대된다. 특히, 라이신 업황 회복 이후, 바이오 사업이 안정화 되고 있다. 이를 통해 가공식품에서 공격적인 신제품 출시를 이어나가고 있으며, 경쟁 식품업체 대비 높은 매출 성장률을 시현하고 있다.

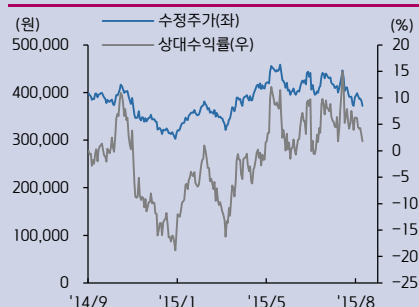
Stock Data

KOSPI (9/7)	1,883.22pt	
시가총액	47,812억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	458,500원	303,000원
최고/최저가 대비 등락	-20.72%	19.97%
주가수익률	절대	상대
1M	-16.0%	-10.3%
6M	5.4%	12.6%
1Y	-7.9%	0.3%

Company Data

발행주식수	14,481천주
일평균 거래량(3M)	56천주
외국인 지분율	21.67%
배당수익률(15.E)	0.59%
BP (15.E)	227,859원
주요 주주	CJ 외 6인 34.4%
	국민연금공단 13.1%

Price Trend



시장지배력 확대 본격화

>>> 가공식품: 1등 전략

동사는 2014년 4분기 이후, 가공식품 매출이 다시 가파른 성장세를 보이기 시작했다. 라이신 업황이 안정화되면서, 개별 세분시장 MS 1위를 향한 전진이 재개된 것이다. 냉동만두, 컵반 등 전략적 신제품이 호조를 보이고 있으며, 시장 규모도 확대되고 있다. 이를 통해, 규모의 경제 실현을 통한 신제품 투자 확대라는 선순환 구조에 진입한 것으로 보여진다.

>>> 바이오: 포트폴리오 다변화

라이신 업황 회복 이후, 메치오닌 가동을 확대가 지속되면서, 바이오 부문의 포트폴리오 다변화가 진행되고 있다. 이를 통해 이익의 안정성이 높아지고 있으며, 원가 경쟁력에서도 점점 유리한 구조가 되고 있다.

>>> 투자의견 및 Valuation

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59만원을 제시한다. 목표주가는 2016년 예상 EPS에 PER 18배를 적용하여 산출되었다. 동사의 이익 구조는 환율과 곡물가에 민감한 특성을 가지고 있지만, 주력 사업인 가공식품과 바이오에서 긍정적인 변화가 지속되고 있다. 최근, 환율 때문에 주가가 부진했지만, 중장기적인 관점에서 매수할 시점이라고 생각한다.

투자지표, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	108,477	117,018	130,181	141,421	150,613
보고영업이익(억원)	3,455	5,799	8,553	10,502	11,745
핵심영업이익(억원)	3,455	5,799	8,553	10,502	11,745
EBITDA(억원)	7,268	10,275	13,100	15,188	16,570
세전이익(억원)	1,267	2,430	5,129	7,383	8,714
순이익(억원)	711	1,379	3,672	5,286	6,239
지배주주지분순이익(억원)	1,167	920	3,283	4,758	5,615
EPS(원)	8,089	6,369	22,694	32,889	38,819
증감율(%YoY)	-54.3	-21.3	256.3	44.9	18.0
PER(배)	34.2	48.1	16.4	11.3	9.6
PBR(배)	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	10.4	11.4	8.3	6.9	6.1
보고영업이익률(%)	3.2	5.0	6.6	7.4	7.8
핵심영업이익률(%)	3.2	5.0	6.6	7.4	7.8
ROE(%)	1.4	2.8	7.2	9.5	10.3
순부채비율(%)	109.8	107.2	96.8	82.1	66.8

대형 세분시장 장악 시작

간편식 관련 신제품들이 호조를 보이고 있다. 연간 시장규모가 4천억 수준으로 성장한 냉동만두 시장에서 경쟁사와의 점유율 격차가 벌어지고 있으며, 올해 상반기에는 전년 동기 대비 매출이 30% 정도 신장되었다. 브랜드 ‘비비고’가 자리를 잡으면서, 같은 매대에서 경쟁하고 있는 다른 냉동식품 매출에도 도움이 될 것으로 생각한다.

햇반 제품도 컵반을 출시하면서, 매출이 증가하고 있다. 전년 동기 대비 매출이 15% 정도 상승하고 있으며, 편의점 채널에서 좋은 반응을 얻어 내고 있다.

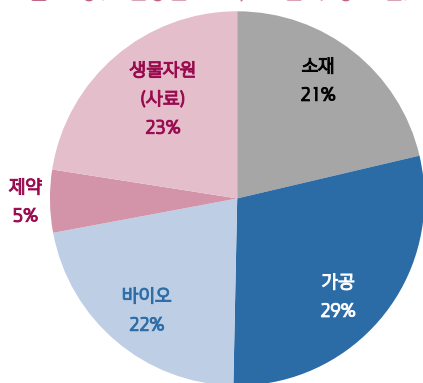
바이오 사업 안정화로 가공식품 매출 확대 지속 예상

향후에도 동사의 공격적인 매출 확대는 지속될 것으로 예상된다. 가장 큰 이유는, 바이오 사업이 안정화 되고 있기 때문이다. 라이신 업황이 부진에서 탈출하였고, 바이오 부문의 품목도 다변화 되고 있다. 동사는 2013년 2분기에 라이신 업황이 악화되면서, 가공식품 SKU 구조조정을 실시했었다. 그 이후, 바이오 사업이 안정화 되면서, 다시 가공식품 부문에 힘을 쏟기 시작하였다.

또한, 하반기에 메치오닌 가동률이 상승하면서, 수익성이 좋은 메치오닌의 매출 비중이 계속 확대될 것으로 보인다. 이를 통해 품목이 다변화 되면서, 개별 아미노산 가격 변동에 따른 리스크도 축소되고 있다.

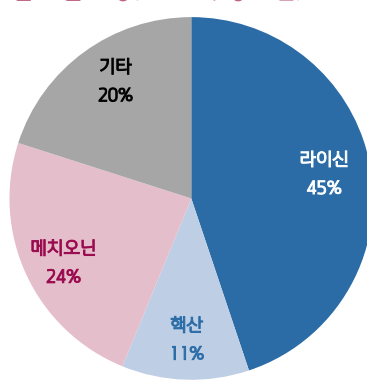
중장기적으로는 가공식품의 해외 시장 확대와 메치오닌 Capa 증설을 기대할 수 있다. 동사의 가공식품 해외 매출 비중은 15% 내외이며, 미국 시장에서는 비비고 냉동식품, 중국 시장에서는 조미료와 두부가 인기를 얻고 있다. 메치오닌은 수요가 고성장 하고 있고, 과점 시장이기 때문에, 추가적인 Capa 증설 가능성이 열려있다.

전사 매출 비중(대한통운 제외, '15년 추정 기준)



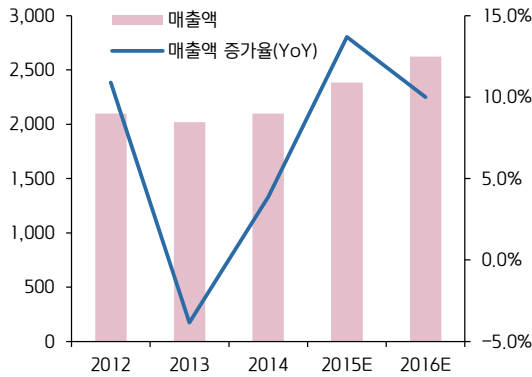
자료: 키움증권 리서치

바이오 사업 매출 비중(4Q15 추정 기준)



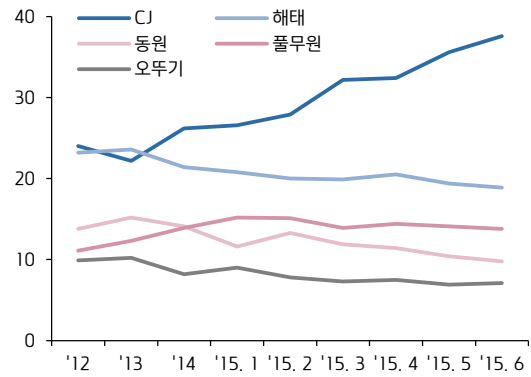
자료: 키움증권 리서치

가공식품 매출 추이



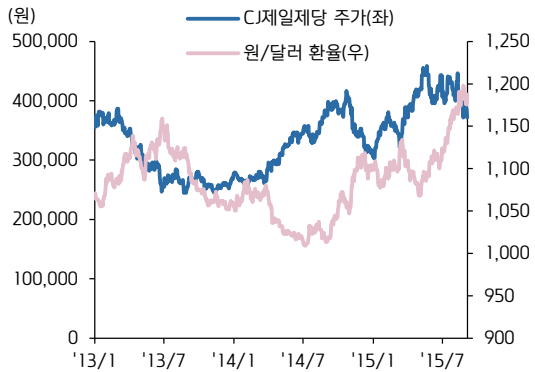
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

냉동만두 MS 추이



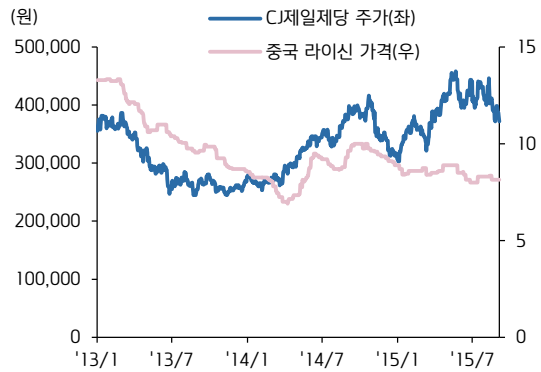
자료: 언론보도, 링크아츠텍, 키움증권 리서치

원/달러 환율과 주가



자료: 한국은행 경제통계시스템, Fn Guide

중국 라이신 가격과 주가



자료: 중국사료공업협회, Fn Guide

실적 추정(IFRS 연결 기준) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	2,822	2,827	2,973	3,080	3,120	3,165	3,330	3,403	11,702	13,018	14,142
(YoY)	15.2%	2.7%	1.7%	13.1%	10.6%	11.9%	12.0%	10.5%	7.9%	11.2%	8.6%
식품	964	932	1,037	907	1,049	993	1,124	973	3,840	4,139	4,386
(YoY)	0.4%	4.5%	-1.4%	5.0%	8.7%	6.6%	8.5%	7.2%	1.9%	7.8%	6.0%
(매출비중)	34%	33%	35%	29%	34%	31%	34%	29%	33%	32%	31%
생명공학	457	447	461	543	508	547	564	615	1,908	2,232	2,551
(YoY)	-4.3%	-7.8%	-7.4%	25.3%	11.1%	22.3%	22.2%	13.1%	0.8%	17.0%	14.3%
(매출비중)	16%	16%	16%	18%	16%	17%	17%	18%	16%	17%	18%
사료	382	382	401	453	443	427	461	521	1,618	1,853	2,075
(YoY)	6.2%	-3.2%	2.0%	12.8%	16.0%	11.9%	15.0%	15.0%	4.4%	14.5%	12.0%
(매출비중)	14%	13%	13%	15%	14%	13%	14%	15%	14%	14%	15%
물류	1,018	1,067	1,074	1,177	1,121	1,198	1,181	1,294	4,336	4,794	5,130
(YoY)	56.4%	8.6%	9.4%	15.0%	10.1%	12.2%	10.0%	10.0%	19.2%	10.6%	7.0%
(매출비중)	36%	38%	36%	38%	36%	38%	35%	38%	37%	37%	36%
매출총이익	575	568	640	661	715	701	728	729	2,443	2,873	3,208
(GPM)	20.4%	20.1%	21.5%	21.4%	22.9%	22.2%	21.9%	21.4%	20.9%	22.1%	22.7%
판매비	457	444	473	489	489	510	500	519	1,863	2,017	2,158
(판매비율)	16.2%	15.7%	15.9%	15.9%	15.7%	16.1%	15.0%	15.3%	15.9%	15.5%	15.3%
영업이익	117	123	167	172	225	192	228	210	580	855	1,050
(OPM)	4.2%	4.4%	5.6%	5.6%	7.2%	6.1%	6.9%	6.2%	5.0%	6.6%	7.4%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	108,477	117,018	130,181	141,421	150,613
매출원가	87,696	92,584	101,453	109,342	115,997
매출총이익	20,782	24,434	28,727	32,079	34,616
판매비및일반관리비	17,327	18,634	20,174	21,577	22,872
영업이익(보고)	3,455	5,799	8,553	10,502	11,745
영업이익(핵심)	3,455	5,799	8,553	10,502	11,745
영업외손익	-2,188	-3,369	-3,424	-3,119	-3,030
이자수익	287	280	280	304	323
배당금수익	106	34	37	41	43
외환이익	1,364	1,221	305	366	348
이자비용	1,887	1,970	1,914	1,866	1,820
외환손실	1,966	1,693	1,270	1,079	1,025
관계기업지분법손익	-347	10	100	103	106
투자및기타자산처분손익	1,862	-166	-133	-119	-107
금융상품평가및기타금융이익	-36	-339	-179	-161	-145
기타	-1,571	-746	-651	-707	-753
법인세차감전이익	1,267	2,430	5,129	7,383	8,714
법인세비용	556	1,051	1,457	2,097	2,475
유효법인세율 (%)	43.9%	43.3%	28.4%	28.4%	28.4%
당기순이익	711	1,379	3,672	5,286	6,239
지배주주지분손이익(억원)	1,167	920	3,283	4,758	5,615
EBITDA	7,268	10,275	13,100	15,188	16,570
현금순이익(Cash Earnings)	4,524	5,855	8,219	9,972	11,065
수정당기순이익	-313	1,665	3,895	5,487	6,420
증감률(% YoY)					
매출액	9.8	7.9	11.2	8.6	6.5
영업이익(보고)	-43.9	67.9	47.5	22.8	11.8
영업이익(핵심)	-43.9	67.9	47.5	22.8	11.8
EBITDA	-21.4	41.4	27.5	15.9	9.1
지배주주지분 당기순이익	-54.2	-21.2	257.0	44.9	18.0
EPS	-54.3	-21.3	256.3	44.9	18.0
수정순이익	N/A	N/A	134.0	40.9	17.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	5,909	6,886	6,072	8,119	9,527
당기순이익	711	1,379	3,672	5,286	6,239
감가상각비	3,315	3,612	3,830	3,987	4,145
무형자산상각비	499	865	717	699	681
외환손익	0	0	965	713	677
자산처분손익	0	0	133	119	107
지분법손익	0	0	-100	-103	-106
영업활동자산부채 증감	-399	-1,509	-2,146	-1,832	-1,498
기타	1,783	2,540	-998	-751	-718
투자활동현금흐름	-7,691	-5,372	-5,276	-5,253	-5,226
투자자산의 처분	3,000	-793	-786	-675	-558
유형자산의 처분	1,130	370	0	0	0
유형자산의 취득	-11,285	-4,743	-4,500	-4,590	-4,682
무형자산의 처분	-603	-525	0	0	0
기타	67	320	11	13	14
재무활동현금흐름	607	-1,414	-885	-826	-900
단기자입금의 증가	-5,393	-3,626	-1,098	-1,021	-949
장기자입금의 증가	8,346	4,044	-594	-432	-428
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-371	-371	-283	-311	-311
기타	-1,975	-1,461	1,090	938	788
현금및현금성자산의순증가	-1,249	41	-88	2,040	3,402
기초현금및현금성자산	5,568	4,319	4,360	4,272	6,312
기말현금및현금성자산	4,319	4,360	4,272	6,312	9,714
Gross Cash Flow	6,308	8,395	8,218	9,951	11,025
Op Free Cash Flow	-6,535	989	4,025	5,783	7,055

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	37,051	39,733	43,623	49,061	55,241
현금및현금성자산	4,319	4,360	4,272	6,312	9,714
유동금융자산	1,397	2,062	2,294	2,492	2,654
매출채권및유동채권	19,237	21,403	23,811	25,867	27,548
재고자산	10,067	10,656	11,854	12,878	13,715
기타유동비금융자산	2,031	1,251	1,392	1,512	1,611
비유동자산	92,994	94,093	94,925	95,601	96,112
장기매출채권및기타비유동채권	3,190	2,975	3,310	3,596	3,830
투자자산	8,376	8,593	9,201	9,747	10,225
유형자산	62,545	63,839	64,509	65,112	65,649
무형자산	17,640	17,509	16,793	16,094	15,413
기타비유동자산	1,243	1,176	1,112	1,052	995
자산총계	130,045	133,825	138,548	144,662	151,354
유동부채	37,089	41,224	41,742	42,223	42,488
매입채무및기타유동채무	13,589	14,972	16,656	18,094	19,270
단기자입금	15,198	15,682	14,585	13,564	12,614
유동성장기차입금	6,497	8,955	8,709	8,622	8,536
기타유동부채	1,806	1,616	1,792	1,944	2,068
비유동부채	44,830	43,102	43,918	44,575	45,074
장기매입채무및비유동채무	595	666	741	805	857
사채및장기차입금	36,855	34,836	34,487	34,143	33,801
기타비유동부채	7,380	7,600	8,690	9,628	10,416
부채총계	81,919	84,327	85,660	86,798	87,562
자본금	721	723	723	723	723
주식발행초과금	8,959	9,102	9,102	9,102	9,102
이익잉여금	21,431	21,872	24,984	29,548	34,962
기타자본	-2,273	-1,848	-1,848	-1,848	-1,848
지배주주지분자본총계	28,839	29,849	32,961	37,525	42,939
비지배주주지분자본총계	19,287	19,650	19,927	20,338	20,853
자본총계	48,126	49,499	52,888	57,864	63,792
순차입금	52,833	53,051	51,215	47,524	42,583
총차입금	58,549	59,473	57,781	56,328	54,951

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	8,089	6,369	22,694	32,889	38,819
BPS	199,891	206,344	227,859	259,409	296,834
주당EBITDA	50,398	71,169	90,557	104,992	114,546
CFPS	31,371	40,550	56,817	68,934	76,489
DPS	1,800	2,000	2,200	2,200	2,200
주가배수(배)					
PER	34.2	48.1	16.4	11.3	9.6
PBR	1.4	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.4	11.4	8.3	6.9	6.1
PCFR	8.8	7.6	6.5	5.4	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.2	5.0	6.6	7.4	7.8
영업이익률(핵심)	3.2	5.0	6.6	7.4	7.8
EBITDA margin	6.7	8.8	10.1	10.7	11.0
순이익률	0.7	1.2	2.8	3.7	4.1
자기자본이익률(ROE)	1.4	2.8	7.2	9.5	10.3
투자자본이익률(ROIC)	2.1	3.4	6.3	7.6	8.3
안정성(%)					
부채비율	170.2	170.4	162.0	150.0	137.3
순차입금비율	109.8	107.2	96.8	82.1	66.8
이자보상배율(배)	1.8	2.9	4.5	5.6	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	5.8	5.8	5.7	5.6
재고자산회전율	10.1	11.3	11.6	11.4	11.3
매입채무회전율	8.9	8.2	8.2	8.1	8.1

롯데푸드 (002270)



BUY(Reinitiate)

주가(9/7) 1,069,000원

목표주가 1,370,000원

돈육가격 상승으로 주춤했었지만, 동사의 사업 확장성은 여전하다. 상반기는 유가공 부문을 중심으로 성장하였으며, 하반기에는 HMR과 식자재유통 사업의 성장이 기대된다. 롯데그룹 Captive를 바탕으로 전개되는 성장이기 때문에, 가시성도 높은 편이다.

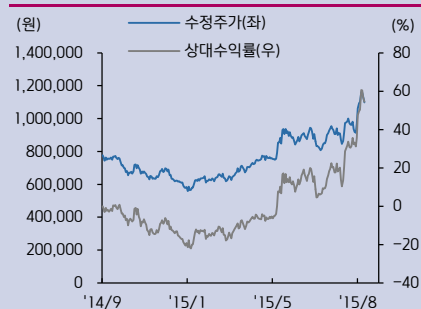
Stock Data

KOSPI (9/7)		1,883.22pt
시가총액		14,639억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	1,160,000원	559,000원
최고/최저가 대비 등락	-7.84%	91.23%
주가수익률		절대
	1M	17.1%
	6M	66.3%
	1Y	40.1%
		상대
		25.0%
		77.7%
		52.5%

Company Data

발행주식수	1,369천주
일평균 거래량(3M)	6천주
외국인 지분율	5.93%
배당수익률(15.E)	0.23%
BP (15.E)	646,946원
주요 주주	롯데칠성음료 외 11인
	50.2%
	국민연금
	10.8%

Price Trend



HMR 시장 공략 시작

>>> 육가공 사업 안정화 될 것

기존 캐슈카우(유지/빙과)를 바탕으로 육가공, 육가공, HMR, 식자재유통 사업에서 성장을 목표로 하고 있다. 올해 상반기 실적은, 돈육가격 상승으로 주춤했으나, 최근 저렴한 수입육 비중을 확대하며, 육가공 사업을 안정화시키고 있다.

>>> 변화가 시작된다

롯데그룹 채널을 바탕으로 HMR 시장 진출이 본격화 될 것으로 전망된다. 동사는 HMR 제조공장을 4개 보유하고 있으며, 햄/면과 같은 HMR의 원료를 만드는 공장도 보유하고 있어, 안정적인 사업 확대가 전망된다. 다양한 제품 소싱 혹은 제조를 통해, 식품 제조업 영역으로 서서히 침투해 들어갈 것으로 예상되며, 중장기적으로 식자재유통 분야에서도 매출을 확대할 것으로 예상된다.

>>> 투자 의견 및 Valuation

롯데푸드에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 137만원을 제시한다. 동사는 그룹 채널을 바탕으로 성장성이 높은 HMR 시장과 식자재유통 시장을 공략할 것으로 예상되어, 안정적 사업 성장의 가시성이 높은 편이다. 목표주가는 2016년 예상 EPS에 PER 27배를 적용하여 산출되었다.

투자지표, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	15,683	16,330	17,114	17,939	18,762
보고영업이익(억원)	738	659	770	891	958
핵심영업이익(억원)	738	659	770	891	958
EBITDA(억원)	1,166	1,117	1,191	1,335	1,406
세전이익(억원)	1,229	732	686	838	935
순이익(억원)	1,139	599	574	696	776
지분법적용순이익(억원)	1,139	599	574	696	776
EPS(원)	83,216	43,721	41,910	50,802	56,666
증감율(%YoY)	72.2	-47.5	-4.1	21.2	11.5
PER(배)	9.0	13.3	26.2	21.6	19.4
PBR(배)	1.3	1.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	9.0	8.0	13.4	11.6	10.7
보고영업이익률(%)	4.7	4.0	4.5	5.0	5.1
핵심영업이익률(%)	4.7	4.0	4.5	5.0	5.1
ROE(%)	16.5	7.5	6.7	7.6	7.8
순부채비율(%)	3.2	11.5	9.6	4.4	-0.5

기존 사업 순항 중

상반기에는 유가공 사업을 위주로 매출이 성장하였다. 특히 분유 수출이 호조를 보이면서, 매출과 수익성이 향상되었다. 하반기에는, 수익성이 높은 발효유 신제품 위주로 마케팅이 강화될 것으로 예상된다. 육가공은 국내 돼지가격 상승으로 어려움을 겪었지만, 원가가 저렴한 수입육 비중을 늘리면서 조금씩 안정을 찾고 있다.

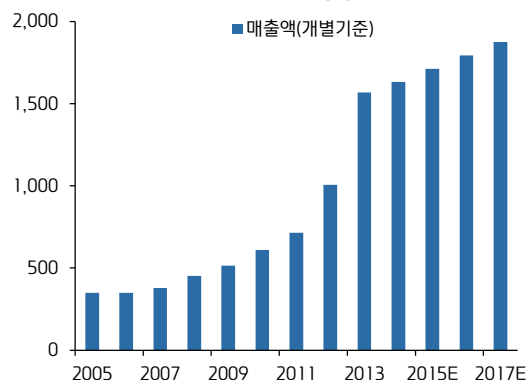
작년에는 날씨 이슈로 빙과 사업이 부진했었다. 하지만, 올해 하절기는 맑은 날씨가 지속되면서, 기저 효과에 의한 실적 개선도 있을 것으로 전망된다.

변화의 시작

추석 이후 본격적으로 HMR 사업 전개가 기대된다. 경쟁사인 이마트와 마찬가지로, 동사도 HMR 관련 준비를 착실히 진행해왔다. 할인점과 슈퍼마켓에 맞는 제품을 준비하고 있으며, 다양한 종류의 제품 소싱을 통해, 이마트 Peacock에 못지 않은 상품 구색이 가능할 것으로 기대된다. 직접 제조, 외부 소싱, 외식업체 브랜드 활용 등 다양한 방안이 검토 되고 있으며, 간편식 시장에 성공적으로 안착할 가능성이 높다.

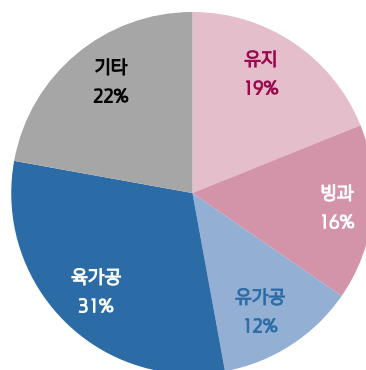
식자재유통 사업에서는, 그룹형 단체 급식 수주가 추가적으로 1천억 이상 가능하고, 롯데그룹 외식 채널형 매출을 통해, 프랜차이즈형 영업 기반이 마련될 것으로 기대한다. HMR 사업의 성공적인 안착 이후에, 식자재유통 쪽에서도 매출 확대가 가시화 될 것으로 예상된다.

그룹 계열사 흡수하면서 가파른 성장



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

전사 매출 비중('15년 추정 기준)



자료: 키움증권 리서치

사업부문별 현황

부문	상반기 동향			연말까지 관전 포인트
	매출액	매출비중	수익성	
유지	역성장	축소	유지	비식용유지 위주로 볼륨 확대 목표
빙과	성장	유지	유지	3Q 14 계절요인으로 인한 기저효과
유가공	성장	확대	개선	분유 수출과 발효유 매출
육가공	성장	유지	악화	수입육 확보에 따른 수익성 개선 여부
기타	성장	확대	유지	할인점 HMR 매출 본격화 여부

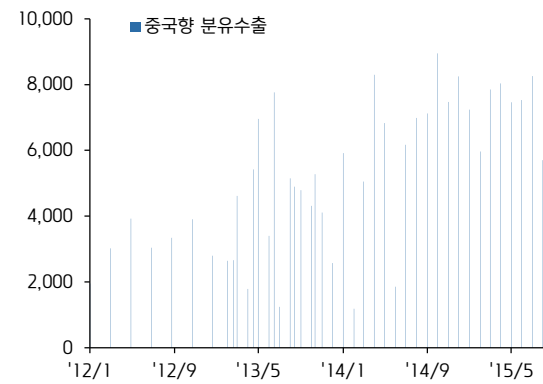
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

계열사 합병 (사업부문 인수) History

시기	회사명	합병시 매출 수준(억원)	주요 사업 내용
'11. 11	파스퇴르유업	1,200	백색시유, 조제분유
'12. 1	웰가	1,200	유지
'12. 10	롯데후레쉬델리카	700	삼각김밥 등 편의식
'13. 1	롯데햄	5,000	신선육, 가공육
'14. 10	롯데칠성 원두커피 사업	200	원두커피

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

월별 중국향 분유수출 추이



자료: 관세청, 키움증권 리서치

실적 추정(IFRS 개별 기준) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	383	426	442	382	405	443	466	397	1,633	1,711	1,794
(YoY)	4.8%	8.3%	2.4%	1.0%	5.6%	4.1%	5.5%	4.0%	4.1%	4.8%	4.8%
매출총이익	72	88	96	65	77	96	106	77	321	356	382
(GPM)	18.9%	20.8%	21.7%	17.0%	18.9%	21.6%	22.7%	19.5%	19.7%	20.8%	21.3%
판매비	58	64	70	64	64	71	77	67	256	279	293
(판매비율)	15.1%	15.1%	15.7%	16.8%	15.7%	16.1%	16.5%	16.8%	15.6%	16.3%	16.3%
영업이익	15	24	26	1	13	25	29	10	66	77	89
(OPM)	3.8%	5.7%	6.0%	0.2%	3.2%	6.2%	6.6%	2.3%	4.0%	4.5%	5.0%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	15,683	16,330	17,114	17,939	18,762
매출원가	12,511	13,115	13,556	14,120	14,730
매출총이익	3,172	3,215	3,558	3,819	4,031
판매비및일반관리비	2,434	2,555	2,788	2,927	3,074
영업이익(보고)	738	659	770	891	958
영업이익(핵심)	738	659	770	891	958
영업외손익	492	72	-84	-53	-23
이자수익	12	15	16	17	18
배당금수익	98	32	34	35	37
외환이익	58	35	33	32	30
이자비용	57	44	44	44	44
외환손실	5	30	29	27	26
관계기업지분법손익	-4	94	-60	-30	0
투자및기타자산지분손익	-3	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-55	-6	0	0	0
기타	447	-32	-34	-35	-37
법인세차감전이익	1,229	732	686	838	935
법인세비용	90	133	112	142	159
유효법인세율 (%)	7.3%	18.2%	16.3%	17.0%	17.0%
당기순이익	1,139	599	574	696	776
지분법적용순이익(억원)	1,139	599	574	696	776
EBITDA	1,166	1,117	1,191	1,335	1,406
현금순이익(Cash Earnings)	1,568	1,057	995	1,140	1,225
수정당기순이익	1,193	596	574	696	776
증감률(% YoY)					
매출액	55.7	4.1	4.8	4.8	4.6
영업이익(보고)	24.2	-10.6	16.7	15.8	7.4
영업이익(핵심)	24.2	-10.6	16.7	15.8	7.4
EBITDA	24.7	-4.2	6.5	12.2	5.3
지배주주지분 당기순이익	85.6	-47.5	-4.1	21.2	11.5
EPS	72.2	-47.5	-4.1	21.2	11.5
수정순이익	89.4	-50.0	-3.8	21.2	11.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,338	347	918	1,025	1,079
당기순이익	1,139	599	574	696	776
감가상각비	400	420	389	416	425
무형자산상각비	28	38	32	28	24
외환손익	-55	-6	-4	-4	-4
자산처분손익	2	0	0	0	0
지분법손익	4	-94	60	30	0
영업활동자산부채 증감	249	-675	-105	-111	-111
기타	-429	65	-28	-29	-31
투자활동현금흐름	-310	-952	-815	-599	-615
투자자산의 처분	-50	-353	-65	-69	-68
유형자산의 처분	17	5	0	0	0
유형자산의 취득	-383	-515	-750	-531	-547
무형자산의 처분	-18	-19	0	0	0
기타	123	-70	0	0	0
재무활동현금흐름	-905	116	4	2	2
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-829	176	1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-16	-21	-34	-34	-34
기타	-60	-40	37	37	36
현금및현금성자산의순증가	123	-489	107	428	466
기초현금및현금성자산	550	673	184	290	719
기말현금및현금성자산	673	184	290	719	1,184
Gross Cash Flow	1,089	1,022	1,023	1,136	1,190
Op Free Cash Flow	960	-212	210	542	586

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,016	4,049	4,342	4,965	5,626
현금및현금성자산	673	184	290	719	1,184
유동금융자산	100	50	52	55	57
매출채권및유동채권	1,881	1,951	2,044	2,143	2,241
재고자산	1,363	1,865	1,955	2,049	2,143
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,270	7,882	8,250	8,412	8,615
장기매출채권및기타비유동채권	174	98	103	108	112
투자자산	1,472	2,050	2,084	2,154	2,255
유형자산	5,070	5,139	5,501	5,615	5,737
무형자산	554	595	563	535	511
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,286	11,932	12,592	13,377	14,241
유동부채	2,050	1,913	1,992	2,075	2,157
매입채무및기타유동채무	1,600	1,461	1,531	1,605	1,678
단기차입금	59	55	55	55	55
유동성장기차입금	313	220	221	221	221
기타유동부채	79	177	186	194	203
비유동부채	1,512	1,699	1,740	1,781	1,821
장기매입채무및비유동채무	106	86	90	94	98
사채및장기차입금	648	920	920	920	920
기타비유동부채	758	693	731	768	803
부채총계	3,563	3,612	3,732	3,856	3,978
자본금	68	68	68	68	68
주식발행초과금	725	725	725	725	725
이익잉여금	6,427	6,988	7,527	8,189	8,931
기타자본	503	539	539	539	539
자본총계	7,724	8,320	8,860	9,521	10,263
지분법적용자본총계	7,724	8,320	8,860	9,521	10,263
자본총계	7,724	8,320	8,860	9,521	10,263
순차입금	247	961	853	422	-46
총차입금	1,020	1,194	1,195	1,195	1,195

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	83,216	43,721	41,910	50,802	56,666
BPS	564,019	607,536	646,946	695,248	749,414
주당EBITDA	85,153	81,600	86,938	97,513	102,699
CFPS	114,505	77,166	72,656	83,218	89,434
DPS	1,500	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	9.0	13.3	26.2	21.6	19.4
PBR	1.3	1.0	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.0	8.0	13.4	11.6	10.7
PCFR	6.5	7.5	15.1	13.2	12.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.7	4.0	4.5	5.0	5.1
영업이익률(핵심)	4.7	4.0	4.5	5.0	5.1
EBITDA margin	7.4	6.8	7.0	7.4	7.5
순이익률	7.3	3.7	3.4	3.9	4.1
자기자본이익률(ROE)	16.5	7.5	6.7	7.6	7.8
투자자본이익률(ROIC)	10.9	7.5	8.3	9.1	9.6
안정성(%)					
부채비율	46.1	43.4	42.1	40.5	38.8
순차입금비율	3.2	11.5	9.6	4.4	-0.5
이자보상배율(배)	13.0	14.9	17.4	20.2	21.7
활동성(배)					
매출채권회전율	8.9	8.5	8.6	8.6	8.6
재고자산회전율	12.1	10.1	9.0	9.0	9.0
매입채무회전율	11.0	10.7	11.4	11.4	11.4

폴무원 (017810)



BUY(Initiate)

주가(9/7) 175,000원

목표주가 240,000원

해외 사업 불확실성 우려로 주가가 많이 하락하였다. 그러나 국내 사업은 깨끗한 브랜드 이미지를 바탕으로 레디밀 위주로 매출이 고성장 하고 있으며, 해외 법인도 최악의 시기를 지나고 있는 것으로 판단 된다.

Stock Data

KOSPI (9/7)	1,883.22pt	
시가총액	6,666억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	264,000원	100,000원
최고/최저가 대비 등락	-33.71%	75.00%
주가수익률	절대	상대
1M	-24.7%	-19.7%
6M	20.7%	29.0%
1Y	28.7%	40.0%

Company Data

발행주식수	3,809천주
일평균 거래량(3M)	16천주
외국인 지분율	3.48%
배당수익률(15.E)	0.92%
BP (15.E)	76,359원
주요 주주	남승우 외 9인 64.0%
	한마음평화연구재단 10.5%

Price Trend



브랜드 투자의 결실 기대

>>> 국내 사업 고성장 지속

두부, 나물, 냉장면의 기존 캐쉬카우를 바탕으로 레디밀 중심의 품목 다각화를 지속하고 있다. 동사는 경쟁사 대비 비교적 규모가 작음에도 불구하고, 지속적인 신제품 선도와 깨끗한 브랜드 이미지를 바탕으로, 경쟁사들의 매출 성장률을 아웃퍼폼 하고 있다. 또한, 자회사 이씨엠디, 푸드머스, 폴무원건강생활도 고르게 성장하고 있다.

>>> 해외는 최악의 시기를 지나는 중

동사는 미국, 일본, 중국에서 사업을 전개하고 있는데, 1) 미국 파스타 매출 하락, 2) 일본 콩 가격 폭등 등으로 인해 실적이 악화되어 왔다. 그러나 미국 법인은 내년 상반기에 파스타 제품의 유통 채널 입점을 목표로 정비 중이며, 일본 지역의 콩 가격도 차츰 안정세를 찾아가고 있다.

>>> 투자의견 및 Valuation

폴무원에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 24만원을 제시한다. 목표주가는 2016년 희석감안 예상 EPS에 PER 20배를 적용하여 산출되었다. 동사는 ‘바른 먹거리’ 캠페인을 통해 쌓아온 깨끗한 브랜드 이미지를 바탕으로, 소비자들로부터 좋은 반응을 얻고 있다. 또한, 내년 초부터 해외 사업의 점진적 회복을 기대한다.

투자지표, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	15,217	16,781	18,349	19,658	20,934
보고영업이익(억원)	464	533	520	717	868
핵심영업이익(억원)	464	533	520	717	868
EBITDA(억원)	981	1,088	1,016	1,212	1,362
세전이익(억원)	19	797	445	680	835
순이익(억원)	-120	505	279	497	609
지배주주지분순이익(억원)	-63	550	326	497	609
EPS(원)	-1,654	14,445	8,547	13,039	15,996
증감율(%YoY)	N/A	N/A	-40.8	52.5	22.7
PER(배)	-39.4	7.7	13.0	8.5	6.9
PBR(배)	1.2	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	7.1	5.5	5.2	4.3	3.3
보고영업이익률(%)	3.1	3.2	2.8	3.6	4.1
핵심영업이익률(%)	3.1	3.2	2.8	3.6	4.1
ROE(%)	-4.3	16.7	8.0	13.0	14.1
순부채비율(%)	81.8	62.0	46.5	25.5	5.7

다양한 품목으로 외형 확대 지속

‘바른 먹거리’ 캠페인을 통한 지속적인 브랜드 투자가 결실을 보이고 있다. 동사는 기존사업 외에 레디밀, 착즙주스, 냉동제품, 발효유 등을 통해 외형 확대를 지속하고 있다. 또한, 핫도그, 떡볶이, 소분채소 등 신제품을 출시하며, 지속적으로 매대에서 입지를 넓혀가고 있으며, 매출 성장률이 경쟁사 대비 꾸준히 아웃퍼폼 하고 있는 중이다.

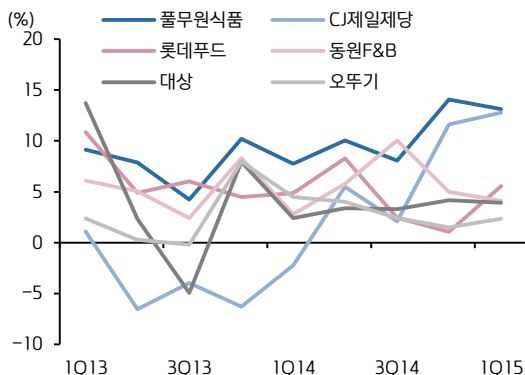
동사의 해외 사업을 감안한다면, 원가율도 경쟁사 대비 낮은 수준으로 추정된다. 이러한 낮은 원가율은 두부를 비롯한 캐시카우의 높은 점유율과 깨끗한 브랜드 이미지에서 기인한 것으로, 향후 동사의 식품 시장 내 입지는 지속적으로 확대될 것으로 예상된다.

주력 자회사인 이씨엠디, 푸드머스, 풀무원건강생활도 각각 성장동력을 만들어 나가고 있다. 이씨엠디는 고속도로 휴게소 수주를 확대하고 있고, 푸드머스는 Kids용 식재 시장에서 70~80% 수준의 점유율을 차지한 것으로 보인다. 또한, 급식처에서 보관, 조리가 용이한 형태로 식재를 공급하면서, 차별화된 서비스를 제공하고 있다. 풀무원건강생활은 Designed Meal 사업에서 성장성을 제고하고 있다. 유아식을 아침에 제조해서 배달해주는 베이비밀 사업과, 다이어트 체중조절용 식단에 맞는 식사를 배달하는 잇슬림 사업이 매출 성장을 주도하고 있다.

해외사업은 바닥을 통과하는 중

일본은 작년에 태풍으로 콩 공급이 감소하면서 가격이 폭등했다. 그 결과 작년 하반기부터 일본 법인의 수익성이 악화되었으나, 원재료 가격의 문제는 점점 해소되고 있는 것으로 보인다. 반면, 미국 법인은 파스타 쪽에서 점유율을 이탈리아 업체에 빼앗긴 상황인데, 내년 상반기 유통채널 입점을 목표로 준비하고 있다.

경쟁사 대비 매출성장률 꾸준히 아웃퍼폼 中

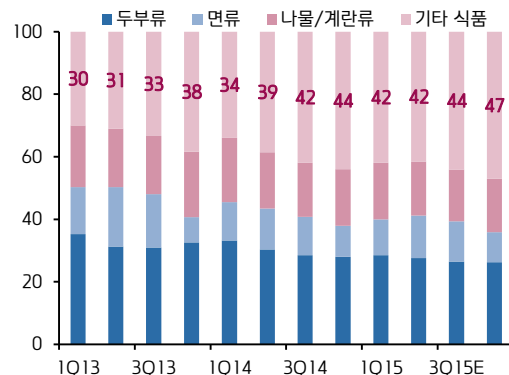


자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) CJ제일제당, 대상은 소재부문 매출 제외하고 계산

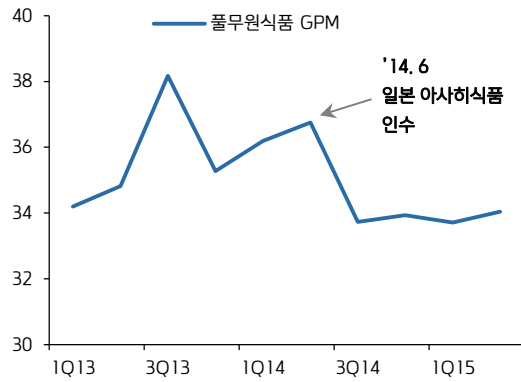
2) 롯데푸드의 2013년 성장률은 롯데햄 합병효과를 제거하고 추정

풀무원식품의 식품부문 매출 비중 추이



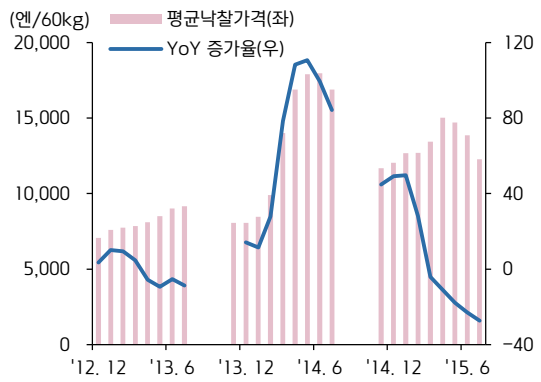
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

풀무원식품 매출총이익률 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

일본 콩 평균낙찰가격 추이



자료: 일본 특산농산물협회, 키움증권 리서치

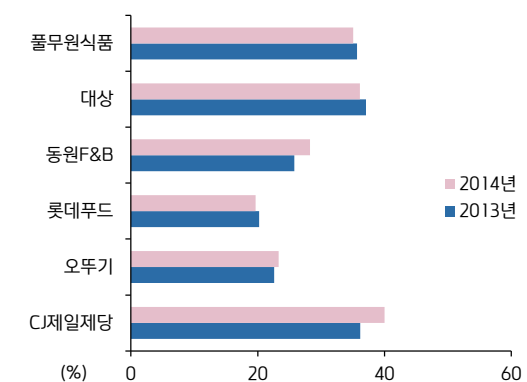
바른먹거리 캠페인 지속하며 브랜드 이미지 구축

[자연의 맛 바른먹거리]



자료: 회사자료, 키움증권

주요 식품회사 가공식품부문 GPM 비교



자료: 회사자료, 키움증권

주: 대상 가공식품부문 매출총이익률은 당사 추정치

실적 추정(IFRS 연결 기준) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	366	416	447	449	431	462	469	472	1,678	1,835	1,966
(YoY)	4.8%	6.8%	12.8%	16.2%	17.8%	11.1%	4.9%	5.2%	10.3%	9.3%	7.1%
풀무원식품	201	225	257	249	250	257	268	262	932	1,036	1,108
(YoY)	7.6%	11.9%	19.3%	24.7%	24.3%	14.2%	4.0%	4.9%	16.1%	11.1%	6.9%
이씨엠디	82	88	96	97	93	96	104	102	363	395	426
(YoY)	11.5%	4.8%	7.4%	12.9%	13.6%	9.0%	8.0%	5.0%	9.1%	8.7%	7.8%
푸드머스	85	105	95	102	91	111	100	109	386	410	434
(YoY)	-4.4%	-0.8%	2.8%	4.2%	7.3%	5.8%	5.0%	7.0%	0.5%	6.3%	5.6%
풀무원건강생활	29	32	33	32	32	36	37	35	126	140	153
(YoY)	2.9%	0.8%	0.0%	2.6%	11.1%	12.6%	10.0%	10.0%	1.5%	10.9%	8.7%
매출총이익	102	120	125	126	118	126	135	134	473	513	564
(GPM)	27.9%	28.7%	28.0%	28.1%	27.3%	27.3%	28.8%	28.3%	28.2%	27.9%	28.7%
판매비	96	106	116	101	114	117	123	107	420	461	492
(판매비율)	26.3%	25.5%	26.0%	22.5%	26.5%	25.4%	26.1%	22.6%	25.0%	25.1%	25.1%
영업이익	6	13	9	25	3	9	12	27	53	52	72
(OPM)	1.6%	3.2%	2.0%	5.6%	0.8%	2.0%	2.6%	5.7%	3.2%	2.8%	3.6%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	15,217	16,781	18,349	19,658	20,934
매출원가	10,972	12,053	13,223	14,016	14,831
매출총이익	4,245	4,728	5,127	5,642	6,103
판매비및일반관리비	3,781	4,195	4,607	4,925	5,235
영업이익(보고)	464	533	520	717	868
영업이익(핵심)	464	533	520	717	868
영업외손익	-446	264	-75	-37	-33
이자수익	76	65	59	63	67
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	3	5	0	0	0
이자비용	244	207	124	100	101
외환손실	7	6	0	0	0
관계기업지분법손익	-84	-67	-10	0	0
투자및기타자산처분손익	-14	14	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	4	35	0	0	0
기타	-180	424	0	0	0
법인세차감전이익	19	797	445	680	835
법인세비용	139	291	166	184	225
유효법인세율 (%)	748.5%	36.6%	37.3%	27.0%	27.0%
당기순이익	-120	505	279	497	609
지배주주지분손이익(억원)	-63	550	326	497	609
EBITDA	981	1,088	1,016	1,212	1,362
현금순이익(Cash Earnings)	396	1,061	776	992	1,103
수정당기순이익	-188	474	279	497	609
증감률(% YoY)					
매출액	4.4	10.3	9.3	7.1	6.5
영업이익(보고)	13.4	14.7	-2.5	38.0	21.0
영업이익(핵심)	13.4	14.7	-2.5	38.0	21.0
EBITDA	9.7	10.9	-6.6	19.3	12.3
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	-40.8	52.5	22.7
EPS	N/A	N/A	-40.8	52.5	22.7
수정순이익	N/A	N/A	-41.2	78.2	22.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,160	723	715	933	1,046
당기순이익	-120	505	279	497	609
감가상각비	477	514	462	466	470
무형자산상각비	39	41	35	29	24
외환손익	0	1	0	0	0
자산처분손익	16	16	0	0	0
지분법손익	84	76	10	0	0
영업활동자산부채 증감	311	-673	-70	-58	-57
기타	353	243	-1	-1	-1
투자활동현금흐름	-306	-208	-540	-572	-571
투자자산의 처분	287	251	-50	-82	-80
유형자산의 처분	27	39	0	0	0
유형자산의 취득	-587	-465	-500	-500	-500
무형자산의 처분	-33	-33	0	0	0
기타	0	1	10	10	9
재무활동현금흐름	-686	-513	-725	130	234
단기차입금의 증가	-46	99	0	0	0
장기차입금의 증가	-600	-654	-910	-69	21
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-54	-53	-39	-39	-39
기타	14	95	224	237	252
현금및현금성자산의순증가	168	2	-550	490	709
기초현금및현금성자산	719	887	889	339	829
기말현금및현금성자산	887	889	339	829	1,538
Gross Cash Flow	849	1,396	785	991	1,102
Op Free Cash Flow	-2,804	-279	253	460	571

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,477	4,969	4,748	5,553	6,568
현금및현금성자산	887	889	339	829	1,538
유동금융자산	1,428	1,055	1,101	1,179	1,256
매출채권및유동채권	1,344	2,124	2,322	2,488	2,649
재고자산	812	835	913	978	1,041
기타유동비금융자산	6	67	73	78	83
비유동자산	5,337	5,566	5,577	5,596	5,617
장기매출채권및기타비유동채권	213	249	272	292	311
투자자산	463	326	321	325	329
유형자산	4,257	4,593	4,631	4,665	4,695
무형자산	242	247	213	184	159
기타비유동자산	162	151	140	131	122
자산총계	9,814	10,536	10,326	11,149	12,185
유동부채	4,231	4,750	4,074	4,201	4,412
매입채무및기타유동채무	1,583	2,023	2,212	2,370	2,524
단기차입금	771	590	590	590	590
유동성장기차입금	1,449	1,648	738	669	689
기타유동부채	428	488	534	572	609
비유동부채	2,859	2,439	2,664	2,903	3,157
장기매입채무및비유동채무	13	18	20	22	23
사채및장기차입금	2,322	1,780	1,780	1,780	1,780
기타비유동부채	524	641	864	1,102	1,354
부채총계	7,091	7,189	6,739	7,104	7,569
자본금	190	190	190	190	190
주식발행초과금	743	743	743	743	743
이익잉여금	1,768	2,189	2,485	2,950	3,527
기타자본	-570	-510	-510	-510	-510
지배주주지분자본총계	2,132	2,613	2,909	3,374	3,951
비지배주주지분자본총계	591	734	679	671	665
자본총계	2,723	3,347	3,587	4,045	4,616
순차입금	2,227	2,074	1,667	1,030	265
총차입금	4,542	4,018	3,108	3,039	3,059

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	-1,654	14,445	8,547	13,039	15,996
BPS	55,973	68,602	76,359	88,576	103,727
주당EBITDA	25,755	28,561	26,685	31,823	35,750
CFPS	10,407	27,845	20,363	26,037	28,960
DPS	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020
주가배수(배)					
PER	-39.4	7.7	13.0	8.5	6.9
PBR	1.2	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.1	5.5	5.2	4.3	3.3
PCFR	6.3	4.0	5.5	4.3	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.1	3.2	2.8	3.6	4.1
영업이익률(핵심)	3.1	3.2	2.8	3.6	4.1
EBITDA margin	6.4	6.5	5.5	6.2	6.5
순이익률	-0.8	3.0	1.5	2.5	2.9
자기자본이익률(ROE)	-4.3	16.7	8.0	13.0	14.1
투자자본이익률(ROIC)	-60.1	6.5	5.8	9.3	11.1
안정성(%)					
부채비율	260.4	214.8	187.9	175.6	164.0
순차입금비율	81.8	62.0	46.5	25.5	5.7
이자보상배율(배)	1.9	2.6	4.2	7.2	8.6
활동성(배)					
매출채권회전율	11.2	9.7	8.3	8.2	8.1
재고자산회전율	17.0	20.4	21.0	20.8	20.7
매입채무회전율	10.2	9.3	8.7	8.6	8.6

대상 (001680)



Outperform(Reinitiate)

주가(9/7) 29,750원

목표주가 34,000원

적자사업 양수로 인한 실적 기대감이 낮아지면서, 최근 주가가 많이 하락하였다. 이제 우려는 대부분 반영되었고, 식품사업의 회복과 해외 사업 확대 가능 여부를 고민할 시점이라 생각한다.

Stock Data

KOSPI (9/7)	1,883.22pt	
시가총액	10,496억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	53,300원	28,900원
최고/최저가 대비 등락	-44.18%	2.94%
주가수익률	절대	상대
1M	-23.3%	-18.2%
6M	-28.1%	-23.2%
1Y	-43.4%	-38.4%

Company Data

발행주식수	36,018천주
일평균 거래량(3M)	326천주
외국인 지분율	13.28%
배당수익률(15.E)	1.02%
BP (15.E)	22,780원
주요 주주	대상홀딩스 외 4인 45.0%
	국민연금공단 13.3%

Price Trend



우려는 많이 반영 되었다

>>> 주력 품목 MS 회복 필요

동사의 캐쉬카우인 장류의 MS가 하락하면서, 힘겨운 상반기기를 보냈다. 하반기에는 장류 MS 회복과 냉장/냉동 제품 매출 확대에 중점을 둘 계획이다. 경쟁사대비 약했던 카테고리들을 강화하면서, 식품 부문의 점진적 회복이 기대된다.

>>> 해외 사업 확대에 관심

동사는 소재와 라이신을 통해 해외 사업 확대를 모색하고 있다. 올해 들어, 인도네시아 전분당 시설을 증설하였으며, 최근에는 백광산업의 라이신 사업부문을 인수하였다. 단기적으로는 적자사업을 인수하였기 때문에, 수익성 하락이 예상된다. 하지만, 저렴한 가격에 인수한 덕분에 업황 회복시 긍정적인 그림이 예상된다.

>>> 투자의견 및 Valuation

대상에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 34,000원을 제시한다. 목표주가는 2016년 예상 EPS에 PER 15배를 적용하여 산출되었다. 동사는 적자사업인 라이신 부문 인수로 인한 우려로 주가가 많이 하락하였으나, 해당 우려는 주가에 대부분 반영되었다고 판단된다. 시간이 지날수록 해외 매출 비중 확대가 투자포인트로 부각될 것으로 예상된다.

투자지표, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	25,423	25,888	26,436	27,143	28,482
보고영업이익(억원)	1,558	1,403	1,196	1,257	1,452
핵심영업이익(억원)	1,558	1,403	1,196	1,257	1,452
EBITDA(억원)	2,154	2,033	1,820	1,918	2,152
세전이익(억원)	1,201	1,139	961	1,065	1,275
순이익(억원)	1,058	900	670	807	967
지배주주지분순이익(억원)	1,095	928	731	807	967
EPS(원)	3,041	2,576	2,028	2,242	2,684
증감율(%YoY)	19.8	-15.3	-21.3	10.5	19.7
PER(배)	12.6	13.0	14.4	13.1	10.9
PBR(배)	2.0	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.4	6.9	7.8	7.7	6.6
보고영업이익률(%)	6.1	5.4	4.5	4.6	5.1
핵심영업이익률(%)	6.1	5.4	4.5	4.6	5.1
ROE(%)	15.8	12.0	8.2	9.2	10.1
순부채비율(%)	42.0	32.9	41.6	33.6	25.2

캐슈카우 외형 회복 필요

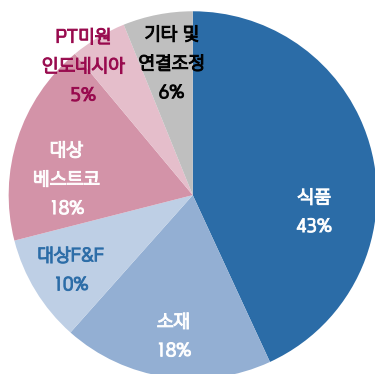
고추장, 조미료와 같은 캐슈카우 품목에서 점유율을 빼앗기면서, 올해 상반기 실적이 부진했었다. 하반기는 MS 회복을 위한 대응이 불가피하다고 판단된다. 또한, 자회사 정풍을 통해 냉장/냉동 편의식을 강화할 계획이기 때문에, 판관비 부담이 다소 있을 것으로 예상된다.

해외 사업으로 눈을 돌리다

국내 시장에서 외형 확대가 쉽지 않기 때문에, 동사는 초점을 해외 사업으로 옮겨가고 있는 듯 하다. 특히, 동사는 동남아시아 지역에서 오랜 업력과 네트워크를 가지고 있어서, 사업 확장이 비교적 수월한 편이다. 최근에는 인도네시아에 전분당 Capa 21만톤을 증설하였는데, 이를 포함하면 현지 시장에서 동사의 MS가 2~3위 수준인 것으로 파악된다. 또한, 백광산업으로부터 인수한 라이신사업 부문은 향후 가동을 확대를 통해 아시아 지역의 판매를 늘려갈 전략을 가지고 있다(현재 가동을 70% 내외).

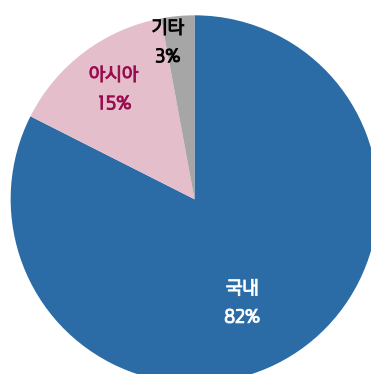
백광산업 라이신사업 부문은 올해 상반기까지 -96억원의 영업적자를 기록하였다. 하지만, 동사는 1) 상대적으로 강한 원재료 교섭력과 2) 유틸리티 절감 시스템 공동 운영을 통해 원가를 절감해 나갈 계획이다. 또한, 라이신 업황이 바닥권에 있는 상황에서 저렴한 가격에 동 사업부를 인수한 것도 긍정적으로 평가된다.

전사 매출 비중('15년 추정 기준)



자료: 키움증권 리서치

지역별 매출 비중('14년 기준)



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신규사업 투자 현황

시기	사업명	투자 내역
'12. 10	필리핀 전분당	1) 필리핀 전분당 사업 진출 2) Full Capa 가동시 매출 500 억 이상 기대 3) 14 년부터 매출 발생되었고, 올해 가동을 올리고 있는 상황
'15. 5	인도네시아 전분당	1) Capa 21 만톤 증설로 700 억 투자 2) 연간 매출 1000 억 이상 기대되며, 17 년 중반부터 가동 목표
'15. 8	백광산업 라이신 사업부문	1) 1207 억원에 백광산업 라이신사업 부문 양수(Capa 15 만톤) 2) 현재 유럽 수출 비중 88% 추산. 향후 가동을 상승시켜서 아시아 지역 매출 목표

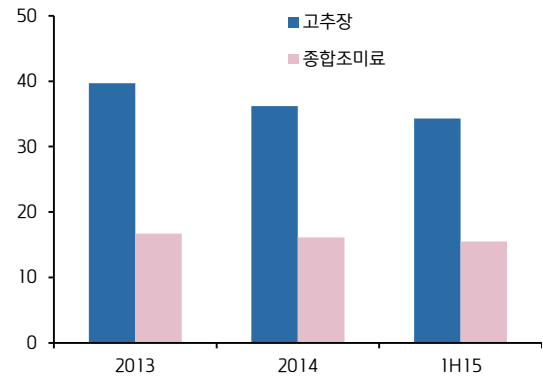
자료: 회사자료, 키움증권 리서치

중국 라이신 가격 추이



자료: 중국사료공업협회, 키움증권 리서치

주력제품 MS 추이



자료: 회사자료, 키움증권 리서치

실적 추정 (IFRS 연결 기준) (단위: 십억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	2014	2015E	2016E
매출액	617	640	692	639	640	647	704	652	2,589	2,644	2,714
(YoY)	1.2%	1.9%	0.4%	3.9%	3.7%	1.0%	1.7%	2.1%	1.8%	2.1%	2.7%
개별기준	390	393	436	382	407	400	442	391	1,601	1,640	1,667
(YoY)	0.5%	1.8%	1.0%	4.8%	4.4%	1.8%	1.3%	2.2%	2.0%	2.4%	1.6%
식품	274	269	311	254	285	272	320	263	1,108	1,140	1,174
(YoY)	2.4%	3.4%	3.3%	4.2%	3.9%	1.2%	2.9%	3.5%	3.3%	2.9%	3.0%
소재	113	122	121	124	117	122	121	128	481	488	493
(YoY)	-4.0%	-2.1%	-4.8%	4.9%	3.2%	-0.2%	0.0%	3.0%	-1.6%	1.5%	1.0%
연결-개별	227	247	257	257	233	246	263	262	988	1,004	1,048
(YoY)	2.5%	2.0%	-0.5%	2.6%	2.5%	-0.2%	2.4%	2.0%	1.6%	1.7%	4.4%
매출총이익	181	185	188	175	179	183	189	177	729	728	757
(GPM)	29.4%	28.9%	27.1%	27.4%	28.0%	28.3%	26.9%	27.1%	28.2%	27.5%	27.9%
판매비	138	153	155	143	145	159	158	146	589	609	631
(판매비율)	22.3%	23.9%	22.4%	22.3%	22.7%	24.5%	22.5%	22.4%	22.8%	23.0%	23.3%
영업이익	43	32	32	33	34	24	31	31	140	120	126
(OPM)	7.0%	5.0%	4.7%	5.1%	5.3%	3.7%	4.4%	4.7%	5.4%	4.5%	4.6%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	25,423	25,888	26,436	27,143	28,482
매출원가	18,235	18,595	19,154	19,574	20,483
매출총이익	7,188	7,293	7,282	7,569	7,999
판매비및일반관리비	5,630	5,890	6,086	6,312	6,547
영업이익(보고)	1,558	1,403	1,196	1,257	1,452
영업이익(핵심)	1,558	1,403	1,196	1,257	1,452
영업외손익	-357	-264	-235	-192	-177
이자수익	79	111	96	99	104
배당금수익	1	2	2	2	2
외환이익	121	137	68	62	59
이자비용	255	230	243	233	225
외환손실	248	182	155	116	110
관계기업지분법손익	0	18	48	49	51
투자및기타자산처분손익	-10	4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-11	-53	0	0	0
기타	-34	-71	-53	-54	-57
법인세차감전이익	1,201	1,139	961	1,065	1,275
법인세비용	339	239	291	258	309
유효법인세율 (%)	28.2%	21.0%	30.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,058	900	670	807	967
지배주주지분손이익(억원)	1,095	928	731	807	967
EBITDA	2,154	2,033	1,820	1,918	2,152
현금순이익(Cash Earnings)	1,653	1,530	1,294	1,469	1,666
수정당기순이익	1,072	939	670	807	967
증감률(% YoY)					
매출액	3.7	1.8	2.1	2.7	4.9
영업이익(보고)	20.2	-10.0	-14.8	5.1	15.5
영업이익(핵심)	20.2	-10.0	-14.8	5.1	15.5
EBITDA	12.7	-5.6	-10.5	5.4	12.2
지배주주지분 당기순이익	19.8	-15.3	-21.3	10.5	19.7
EPS	19.8	-15.3	-21.3	10.5	19.7
수정순이익	20.1	-12.4	-28.7	20.6	19.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,800	1,627	1,195	1,355	1,495
당기순이익	1,058	900	670	807	967
감가상각비	546	580	584	629	673
무형자산상각비	49	50	40	33	27
외환손익	-19	23	86	54	52
자산처분손익	13	12	0	0	0
지분법손익	4	-18	-48	-49	-51
영업활동자산부채 증감	8	-151	-49	-63	-119
기타	142	232	-88	-56	-54
투자활동현금흐름	-1,655	-1,613	-2,366	-1,206	-1,295
투자자산의 처분	-1,065	-546	-1,255	-61	-116
유형자산의 처분	38	43	0	0	0
유형자산의 취득	-590	-1,075	-1,107	-1,140	-1,174
무형자산의 처분	-38	-36	0	0	0
기타	0	0	-5	-5	-5
재무활동현금흐름	72	-463	911	-35	11
단기차입금의 증가	-1,420	-2,324	0	-264	-237
장기차입금의 증가	1,546	1,915	701	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-54	-54	-108	-108	-108
기타	0	0	318	337	357
현금및현금성자산의순증가	156	-454	-260	114	211
기초현금및현금성자산	1,859	2,014	1,560	1,301	1,415
기말현금및현금성자산	2,014	1,560	1,301	1,415	1,626
Gross Cash Flow	1,792	1,778	1,244	1,418	1,613
Op Free Cash Flow	1,094	478	302	412	507

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	8,359	8,622	8,512	8,819	9,395
현금및현금성자산	2,014	1,560	1,301	1,415	1,626
유동금융자산	1,579	2,087	2,131	2,188	2,296
매출채권및유동채권	2,462	2,542	2,596	2,666	2,797
재고자산	2,304	2,433	2,484	2,551	2,676
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9,030	9,526	11,280	11,827	12,383
장기매출채권및기타비유동채권	329	301	307	315	331
투자자산	1,113	1,158	2,418	2,474	2,535
유형자산	6,327	6,786	7,309	7,821	8,322
무형자산	1,154	1,131	1,090	1,058	1,031
기타비유동자산	106	151	155	160	165
자산총계	17,389	18,148	19,792	20,646	21,778
유동부채	7,576	5,691	5,753	5,570	5,484
매입채무및기타유동채무	2,487	2,721	2,779	2,853	2,994
단기차입금	3,060	2,637	2,637	2,373	2,136
유동성장기차입금	1,852	87	87	87	87
기타유동부채	177	245	250	256	267
비유동부채	2,683	4,613	5,633	5,971	6,330
장기매입채무및비유동채무	61	41	42	43	46
사채및장기차입금	1,674	3,505	4,206	4,206	4,206
기타비유동부채	949	1,066	1,385	1,722	2,078
부채총계	10,259	10,303	11,386	11,540	11,814
자본금	360	360	360	360	360
주식발행초과금	735	735	735	735	735
이익잉여금	3,954	4,680	5,306	6,008	6,869
기타자본	1,785	1,804	1,804	1,804	1,804
지배주주지분자본총계	6,834	7,579	8,205	8,907	9,768
비지배주주지분자본총계	296	266	201	199	196
자본총계	7,130	7,845	8,406	9,105	9,964
순차입금	2,993	2,582	3,498	3,064	2,507
총차입금	6,586	6,229	6,930	6,666	6,429

투자지표

(단위: 원, 백, %)

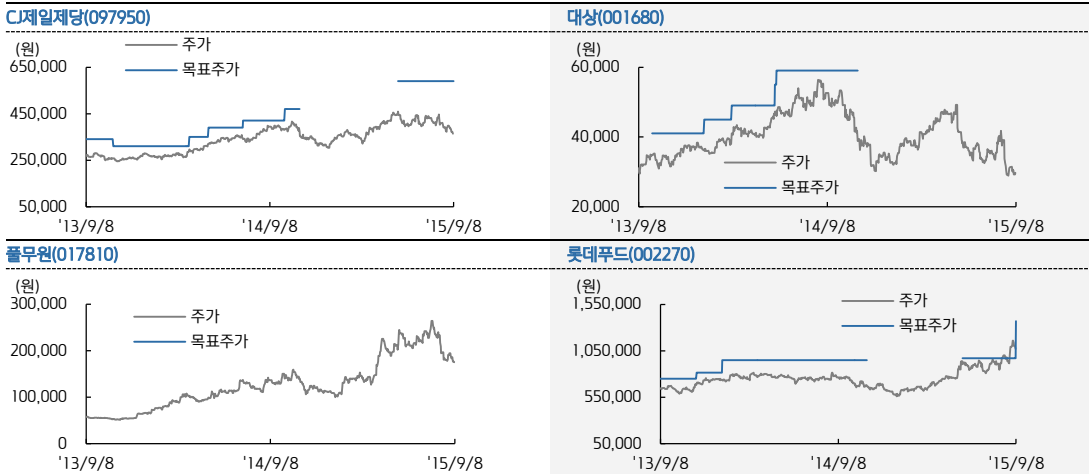
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	3,041	2,576	2,028	2,242	2,684
BPS	18,974	21,042	22,780	24,728	27,119
주당EBITDA	5,979	5,643	5,053	5,326	5,973
CFPS	4,589	4,247	3,592	4,078	4,626
DPS	150	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	12.6	13.0	14.4	13.1	10.9
PBR	2.0	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.4	6.9	7.8	7.7	6.6
PCFR	8.4	7.9	8.2	7.2	6.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.1	5.4	4.5	4.6	5.1
영업이익률(핵심)	6.1	5.4	4.5	4.6	5.1
EBITDA margin	8.5	7.9	6.9	7.1	7.6
순이익률	4.2	3.5	2.5	3.0	3.4
자기자본이익률(ROE)	15.8	12.0	8.2	9.2	10.1
투자자본이익률(ROIC)	12.3	12.2	8.7	9.5	10.3
안정성(%)					
부채비율	143.9	131.3	135.4	126.7	118.6
순차입금비율	42.0	32.9	41.6	33.6	25.2
이자보상배율(배)	6.1	6.1	4.9	5.4	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	10.5	10.3	10.3	10.3	10.4
재고자산회전율	10.0	10.9	10.8	10.8	10.9
매입채무회전율	10.3	9.9	9.6	9.6	9.7

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
C제일제당 (097950)	2013/10/04	BUY (Maintain)	340,000원
	2013/11/01	BUY (Maintain)	310,000원
	2013/11/12	BUY (Maintain)	310,000원
	2014/01/13	Outperform (Downgrade)	310,000원
	2014/02/07	Outperform (Maintain)	310,000원
	2014/04/01	BUY (Upgrade)	350,000원
	2014/04/09	BUY (Maintain)	350,000원
	2014/05/09	BUY (Maintain)	390,000원
	2014/05/30	BUY (Maintain)	390,000원
	2014/06/16	BUY (Maintain)	390,000원
	2014/07/17	BUY (Maintain)	420,000원
	2014/08/04	BUY (Maintain)	420,000원
	2014/10/08	BUY (Maintain)	470,000원
	2014/11/06	BUY (Maintain)	470,000원
	담당자변경 2015/06/08	BUY (Reinitiate)	590,000원
	담당자변경 2015/09/08	BUY (Reinitiate)	590,000원
폴무원 (017810)	2015/09/08	BUY (Initiate)	240,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
대상 (001680)	2013/10/04	BUY (Maintain)	41,000원
	2013/11/12	BUY (Maintain)	41,000원
	2013/11/14	BUY (Maintain)	41,000원
	2013/11/29	BUY (Maintain)	41,000원
	2014/01/13	BUY (Maintain)	45,000원
	2014/03/07	BUY (Maintain)	49,000원
	2014/04/09	BUY (Maintain)	49,000원
	2014/05/30	BUY (Maintain)	55,000원
	2014/06/02	BUY (Maintain)	59,000원
	2014/06/16	BUY (Maintain)	59,000원
	2014/09/01	Marketperform (Downgrade)	59,000원
	2014/11/06	BUY (Upgrade)	59,000원
담당자변경	2015/09/08	Outperform (Reinitiate)	34,000원
롯데푸드 (002270)	2013/11/21	BUY (Upgrade)	815,000원
	2014/01/13	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/04/09	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/05/30	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/06/16	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/07/17	BUY (Maintain)	950,000원
	2014/11/06	BUY (Maintain)	950,000원
담당자변경	2015/06/08	Outperform (Reinitiate)	970,000원
담당자변경	2015/09/08	BUY (Reinitiate)	1,370,000원

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2014/7/1~2015/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	182	91.92%
중립	16	8.08%
매도	0	0.00%