



2016년 9월 27일 | Equity Research



음식료/유통 Overweight

컨슈머 업체의 '필연적 과제'에 대하여

- | 음식료: 성장 정체 시기 '지배력 확대' 통한 안전마진 확보 최우선 과제
- | 유통: 온라인화와 저성장으로 직매입/PB 확대 불가피
- | Top Picks: CJ제일제당, 이마트, 신세계푸드



음식료 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com



유통/화장품 Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

Collaboration Report

Top picks

CJ제일제당(097950) | BUY | TP 510,000원 | CP(9월26일) 371,000원
이마트(139480) | BUY | TP 200,000원 | CP(9월26일) 158,000원
신세계푸드(031440) | BUY | TP 220,000원 | CP(9월26일) 153,500원



CONTENTS

1. 중장기 기업가치 제고를 위해 전제되어야 할 요소	4
1) '점유율'이 중요한 이유	4
2) 신세계푸드의 그룹 내 역할 강화가 자명한 이유	7
3) 유통산업 필연적 귀결점과 성공의 전제조건	8
2. CJ제일제당: 마진 Level-up은 끝나지 않았다	10
1) 1차 마진 Level-up: 적극적 인수합병의 결실	10
2) 2차 마진 Level-up: 메가브랜드 육성 및 SKU 구조조정	13
3) 중장기 가공식품 마진 Level-up이 가능한 이유	15
4) '바이오' 제품 포트폴리오 확대 및 수직 계열화에 주목	18
5) 실적 전망: 하반기 갈수록 실적 모멘텀 부각 전망	22
3. 이마트: 한국 유통시장 변화를 주도하다	24
1) 3분기 이후 실적 개선: MS 상승, 신사업호조, 경쟁완화	24
2) 중장기 투자 적기, 실적 턴어라운드로 보는 이유	31
4. 신세계푸드: 숫자가 찍히기 시작한다	34
1) DNA의 진화	34
2) 그룹사 캡티브 매출, 얼마나 클 수 있나?	36
3) 자체 브랜드 역량 강화 및 인수합병 가능성은 + α 요인	38
4) 실적 전망: 기초 체력 회복 및 제조 매출 확대	39
Top Picks	
CJ제일제당(097950)	41
이마트(139480)	43
신세계푸드(031440)	46

2016년 9월 27일 | Equity Research

음식료/유통

컨슈머 업체의 ‘필연적 과제’에 대하여

컨슈머 업체가 직면한 필연적 과제는?

바야흐로 저성장의 시대다. 시장이 정체되는 시기에는 ‘지배력 확대(규모의 경제)’를 통한 안전마진 확보가 최우선적 과제이다. 신규 수요가 감소함에 따라 기존 수요 확보를 위한 경쟁은 더욱 치열해질 것이다. 탑라인 성장이 제한된 상황이라면 기업 가치 제고의 유일한 방법은 제조 설비 효율화, 인력 구조조정 등을 통한 ‘수익성 개선’이다. 글로벌 컨슈머 업체는 선제적, 공격적 투자를 통해 기업가치를 제고시키고 있다. 국내 식품업체 중 인수합병에 가장 적극적 움직임을 보였던 업체는 CJ제일제당이다. 2000년대 초반 인수합병을 통해 포트폴리오 및 규모의 경제를 구축했다. 하나금융투자는 2020년 CJ제일제당의 가공식품 사업부 가치를 5조 3,600억원으로 판단한다. 현재 시가총액의 67%를 설명 가능(현재 가치 할인시)하다.

온라인화와 저성장으로 직매입/PB 확대 불가피

국내 컨슈머 시장 가장 큰 변화의 동인은 온라인화와 저성장이다. 온라인화로 인한 경쟁심화와 가격하락으로 유통업체들은 성장성과 수익성 개선을 위해 직매입과 PB를 확대할 수밖에 없다. 저성장으로 유형상품(옷)에서 무형상품(레저)으로 소비가 이전하면서, 리테일먼트가 확대되고 있다. 이마트는 이러한 소비패턴의 변화에 가장 유연하게 대응하고 있는 대형 유통업체다. MD/상품개발/물류 경쟁 우위를 바탕으로 중장기 국내 유통시장 변화를 주도할 것으로 예상된다.

Top Picks: CJ제일제당, 이마트, 신세계푸드

국내 가공식품 및 바이오 시장에서 포트폴리오 다각화를 통해 이익 Level-up이 기대되는 CJ제일제당(51만원), 실적 턴어라운드와 함께 중장기 국내 유통시장을 선도할 것으로 예상되는 이마트(20만원), 중장기 제조 매출 확대를 통한 기업가치 제고가 기대되는 신세계푸드(22만원)를 Top Picks으로 추천한다.

Collaboration Report

Overweight

Top picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(9월26일)
C제일제당(097950)	BUY	510,000원	371,000원
이마트(139480)	BUY	200,000원	158,000원
신세계푸드(031440)	BUY	220,000원	153,500원



음식료 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com



유통/소비재 Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

1. 중장기 기업가치 제고를 위해 전제되어야 할 요소

1) '점유율'이 중요한 이유

내수 업체의 적극적 인수합병 배경

최근 3년 간 내수 업체들의 인수합병이 두드러지고 있다. 인수합병에는 보수적 입장을 견지 하던 식품 업체들마저도 보폭을 확장하고 있다. 해외 식품 업체들은 이미 오래 전부터 인수 합병에 적극적인 태도를 보여왔다. 글로벌 업체 1-2위 간 인수합병 소식은 더 이상 낯설지 않다. 미국 식자재 1위 업체 Sysco는 2위 업체 US foods를 인수했고, 글로벌 맥주 1위 업체 AB InBev는 2위 업체 SAB Miller를 인수했다. 글로벌 소스 1위 업체 Heinz는 Kraft를 인수했다.

시장이 정제되는 시기에는 '지배력 확대(규모의 경제)'를 통한 안전마진 확보가 최우선적 과제이다. 신규 수요가 감소에 따라 기존 수요 확보를 위한 경쟁이 심화되기 때문이다. 점유율을 얼마나 지킬 수 있는지는 존속의 문제이다. 탑라인 성장이 제한된 상황에서 기업 가치를 제고시킬 유일한 방법은 '수익성 개선'이다. 내수 업체들은 인수합병 이후 제조 설비 효율화, 인력 구조조정 등에 기반한 비용 감축을 시현 중이다. 일례로, 2015년 7월 합병 작업을 마무리한 Kraft-Heinz는 구조조정을 통해 1H16 5억 달러를 절감했다. 이는 매출액 대비 3.7%에 해당하는 수치다. Kraft-Heinz는 2017년까지 15억 달러의 비용 절감을 통해 기업 가치를 극대화할 방침이다.

CJ제일제당의 독주는 2000년대 초반 단행한 다수의 인수합병 및 구조조정의 결실

국내 업체 중 인수합병에 가장 적극적인 태도를 견지했던 식품 업체는 'CJ제일제당'이다. 2000년대 초반 다수의 식품 업체 인수합병을 통해 현재의 가공식품 포트폴리오를 완성했으며 수직 계열화를 구축했다. '해찬들' 인수를 통해 Cash Cow 발판을 만들었고 '삼양유지', '신동방CP' 인수를 통해 규모의 경제를 이루었다. 주요 업체의 인수합병이 마무리된 2012년 이후는 대대적 구조조정을 통해 내실을 다졌다. 저수익 제품 스크랩 및 브랜드 통합을 통해 SKU를 1천여개 이상 감축했고 중장기 성장 여력이 높은 제품을 '메가브랜드'로 육성하기 위해 마케팅 역량을 집중했다.

1H16 매출 성장률 12.9%, OPM 10%를 시현했다. 국내 가공식품 업체 3사(오뚜기, 동원 F&B, 대상) 평균 매출 성장률은 6.2%, 평균 OPM 5.9% 대비 월등한 수치다. 하나금융투자는 중장기 매출 성장 및 마진 갭 차이가 더욱 벌어질 것으로 전망한다. CJ제일제당의 가공식품 영업마진은 2~3년 내 300~400bp 추가 Level-up이 가능할 것으로 판단한다. 2014년부터 출시해온 대형 신제품이 향후 2~3년 내 안착기에 접어들 것이며 수출 증가에 따른 규모의 경제도 기대된다. Kraft-Heinz 사례 감안시 기존 Cash Cow(장류, 조미료)의 추가 점유율 개선 여지도 충분하다고 판단한다. 하나금융투자는 2020년 CJ제일제당의 가공식품 사업부 가치를 5조 3,600억원으로 판단한다. 현재 시가총액의 67%를 설명 가능(현재 가치 할인시)하다.

바이오 제품 포트폴리오 다각화에 주목할 시점

CJ제일제당이 최근 3년 간 영역 확장에 집중하고 있는 사업부는 '바이오'이다. 2011년부터 공격적 Capa 증설을 단행했으며 '하이더', '메타볼릭스'를 인수를 발표했다. 이들 업체의 인수 목적은 '포트폴리오 확대'에 있다. 기존 식용 및 사료 첨가제에서 의약품까지 포트폴리오를 확장하며 수직 계열화를 구축 중이다. 라이신 매출 기여는 2010년 70%→2016년 45%→2020년 35%로 축소될 것이다. 단기 라이신 판가 움직임 보다는 중장기 포트폴리오 다각화에 따른 이익 가시성 향상에 주목해야 할 시점이다.

1H16 CJ제일제당 매출 성장률 12.9% VS. 국내 3사 평균 6.2%,

그림 1. 최근 3년 간 주요 가공업체 매출 성장을 비교

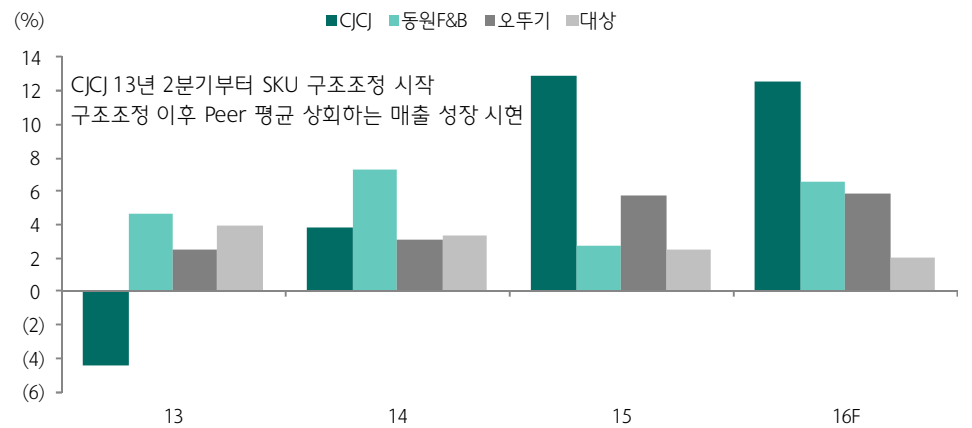


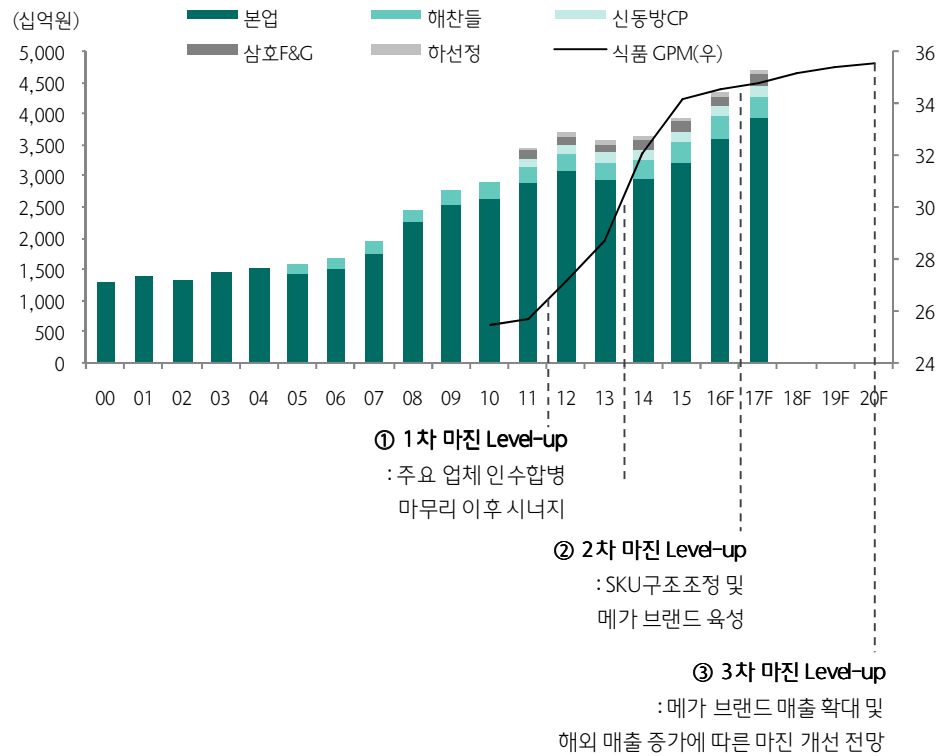
표 1. 해외 식품 업체 인수합병 사례

시기	인수자-피인수자	내용
2013	Saputo-Mornings Star Food	캐나다 유제품 업체인 사푸토프드가 단푸드의 유가공 부문 14.5억불에 인수
2013	Danone-YoCrunch	글로벌 유가공 업체 다논이 아이스크림 토핑전문 업체인 요크런치를 인수
2013	Shuanghui-Smithfield Foods	중국 최대 육류가공업체 상후이푸드가 미국 돼지고기 가공업체 스미스필드를 48억불에 인수
2013	Hershey-Shanghai Golden Monkey	글로벌 제과업체 허쉬가 중국 비상장 제과업체인 상하이 골든몽키 식품 지분 80%를 24억위안 인수
2013	Del Monte Foods-Natural Balance Pet	미국 음료 업체 델몬트가 펫푸드 브랜드 포트폴리오 강화를 위해 네츄럴밸런스펫 인수
2013	JAB Holdings-D.E Master Blenders	투자펀드 JAB 홀딩이 네덜란드 커피전문회사 DE마스터블랜더스를 98억불에 인수
2014	AB InBev-OB맥주	벨기에의 AB인베브가 KRR과 어피너티로부터 OB맥주를 58억불에 재인수하기로 합의
2014	Suntory Holdings-Beam	일본 산토리홀딩스가 미국 증류주 기업 빔을 159억불에 인수
2014	Sysco-US Foods	미국 식자재 1위 업체 시스코가 경쟁사 US푸드를 35억불에 인수
2014	General Mills-Annie's Inc	미국 식료품 제조 업체 제너럴밀즈가 유기농 시장 진출을 위해 Annie 브랜드 인수
2014	Mizkan Group-Unilever	일본 조미료 기업 미쓰칸그룹이 영국 유니레버로부터 파스타 소스 사업부문 2개 22억불에 인수
2014	Gwangming-Tnuva Food	중국 국유 식품업체 광명식품이 이스라엘 최대 유제품 업체 트누바푸드 지분 56%를 26억불에 인수
2014	Tyson Foods-Hillshire Brands	미국 최대 육가공업체 타이슨푸드가 힐샤이어브랜드 77억달러에 인수
2015	Post Holdings-MOM Brands	시리얼 업체인 포스트 홀딩스가 경쟁사인 MOM 브랜드 11.5억달러에 인수
2015	AB InBev- SAB Miller	세계 맥주 1위 업체인 벨기에의 AB인베브가 2위 업체인 영국 SAB밀러 660억 파운드에 인수
2015	JBS US Holdings-Cargill	세계 최대 육류 가공업체인 브라질 JBS그룹이 카길의 돈육사업부 14억5,000만달러에 인수
2015	Hormel Foods-Applegate Farms	스팸 등 식품 브랜드 보유한 호멜푸드가 유기농 육류 판매회사 애플게이트팜즈 7.8억불에 인수
2015	JAB Holdings-Keurig Green Mountain	JAB홀딩이 커피 제조업체 큐리그 그린 마운틴을 139억달러에 인수(커피업계 최대 규모 M&A 딜)
2016	JAB Holdings-Krispy Kreme	룩셈부르크에 본사를 둔 투자펀드 JAB홀딩이 도넛 전문점 크리스피 크림을 13억5천만불에 인수
2016	Danone-WhiteWave Foods	프랑스 요구르트 생산업체 다논이 미국 유기농 건강음료업체 화이트웨이브푸드 125억불에 인수

자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 2. CJ제일제당: 적극적 인수합병에 기반한 마진 개선세

식품 사업부(소재+가공) 마진 추이



자료: 하나금융투자

표 2. 크래프트-하인즈 3Q15 합병 절차 마무리, 비용절감 통한 마진 개선세

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F
매출액	7,160.0	7,473.0	6,993.0	7,496.0	6,830.0	7,130.0	6,363.0	7,124.0	6,570.0	6,793.0	6,305.4	6,879.8
United States	4,894.0	4,953.0	4,716.0	5,072.0	4,790.0	4,871.0	4,298.0	5,082.0	4,715.0	4,692.0		
Rest of the World	867.0	997.0	916.0	923.0	863.0	975.0	684.0	770.0	798.0	885.0		
Canada	636.0	757.0	665.0	753.0	551.0	664.0	539.0	632.0	504.0	638.0		
Europe	763.0	766.0	696.0	748.0	626.0	620.0	599.0	640.0	553.0	578.0		
YoY					-4.6%	-4.6%	-9.0%	-5.0%	-3.8%	-4.7%	-0.9%	-3.4%
United States					-2.1%	-1.7%	-8.9%	0.2%	-1.6%	-3.7%		
Rest of the World					-0.5%	-2.2%	-25.3%	-16.6%	-7.5%	-9.2%		
Canada					-13.4%	-12.3%	-18.9%	-16.1%	-8.5%	-3.9%		
Europe					-18.0%	-19.1%	-13.9%	-14.4%	-11.7%	-6.8%		
매출총이익	2,344.0	2,320.0	2,100.0	2,212.0	2,274.0	2,421.0	2,049.0	2,404.0	2,378.0	2,531.0	2,373.3	2,610.2
YoY					-3.0%	4.4%	-2.4%	8.7%	4.6%	4.5%	15.8%	8.6%
GPM	32.7%	31.0%	30.0%	29.5%	33.3%	34.0%	32.2%	33.7%	36.2%	37.3%	37.6%	37.9%
판매비	1,130.0	1,170.0	1,002.0	1,291.0	992.0	1,107.0	1,397.0	1,117.0	865.0	895.0	740.1	670.0
% Of Sales	15.8%	15.7%	14.3%	17.2%	14.5%	15.5%	22.0%	15.7%	13.2%	13.2%	11.7%	9.7%
영업이익	1,214.0	1,150.0	1,098.0	921.0	1,282.0	1,314.0	652.0	1,287.0	1,513.0	1,636.0	1,633.2	1,940.2
YoY					5.6%	14.3%	-40.6%	39.7%	18.0%	24.5%	150.5%	50.8%
OPM	17.0%	15.4%	15.7%	12.3%	18.8%	18.4%	10.2%	18.1%	23.0%	24.1%	25.9%	28.2%
세전이익	934.0	833.0	804.0	642.0	1,033.0	571.0	84.0	1,030.0	1,272.0	1,366.0	1,312.8	1,581.0
YoY					10.6%	-31.5%	-89.6%	60.4%	23.1%	139.2%	1462.8%	53.5%
(지배주주)순이익	465.0	382.0	428.0	323.0	557.0	186.0	-168.0	285.0	896.0	770.0	913.1	1,058.4
YoY					19.8%	-51.3%	적전	-11.8%	60.9%	314.0%	흑전	271.4%
NPM	6.5%	5.1%	6.1%	4.3%	8.2%	2.6%	-2.6%	4.0%	13.6%	11.3%	14.5%	15.4%

자료: 크래프트-하인즈, 블룸버그 추정치, 하나금융투자

2) 신세계푸드의 그룹 내 역할 강화가 자명한 이유

정용진 부회장의 이마트 지분율은
주식 맞교환으로 기존 7.32%→
9.83%로 상승

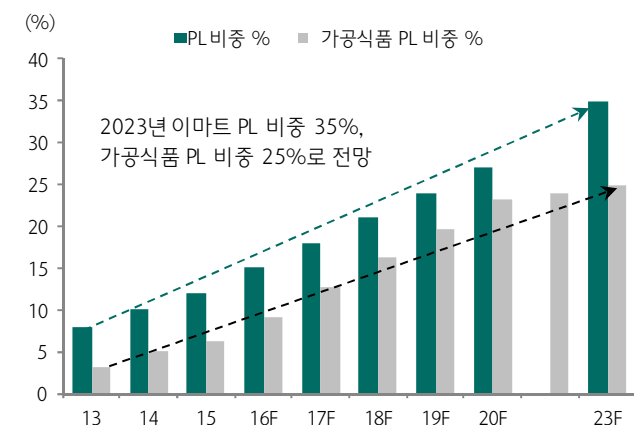
2020년 신세계푸드의 제조 매출액 및
영업이익은 각각 4,700억원, 235억원
으로 추산

연초 정용진 부회장과 정유경 총괄사장은 서로 보유하던 이마트와 신세계 지분을 맞교환했다. 정용진 부회장의 이마트 지분율은 기존 7.32%→9.83%, 정유경 총괄사장의 신세계 지분율은 2.51%→9.83%로 상승했다. 지분 맞교환으로 계열분리 승계(정 부회장-이마트, 정 총괄사장-백화점) 가능성이 높게 점쳐지고 있다.

과거 신세계그룹의 성장 축이었던 이마트는 출점이 둔화되면서 지난 5년 CAGR +2.9% 매출 성장에 그쳤다. 이마트의 기업 가치 증대를 위해 PL(Private Label, 유통업체 브랜드) 제품비중 확대는 필수적이다. PL 제품의 소비자판가가 NP(National Brand, 제조업체 브랜드) 제품 대비 대략 30% 낮다는 점을 감안해도 중간 유통마진과 R&D 비용 및 마케팅 비용 축소를 가능하게 함으로써 300~400bp 높은 매출총마진을 확보할 수 있기 때문이다. 정 부회장은 신세계 2023 비전 발표에서 신세계푸드의 제조 능력을 강화해 나가겠다고 밝힌 바 있다. 연초 신세계그룹은 최성재 이마트 영업총괄부문 식품본부장 부사장을 신세계푸드 대표이사로 신규 선임했고 주요 임원도 이마트 출신으로 교체되었다. 이마트 PL '피코크'의 개발 및 판매를 주도해 온 임원들로 신세계푸드의 자체 제품 개발 역량과 이마트와의 시너지를 극대화하기 위한 포석으로 풀이된다. 이마트의 PL 확대 전략은 양사 기업 가치를 제고시킬 수 있는 Win Win 전략이 될 것이다.

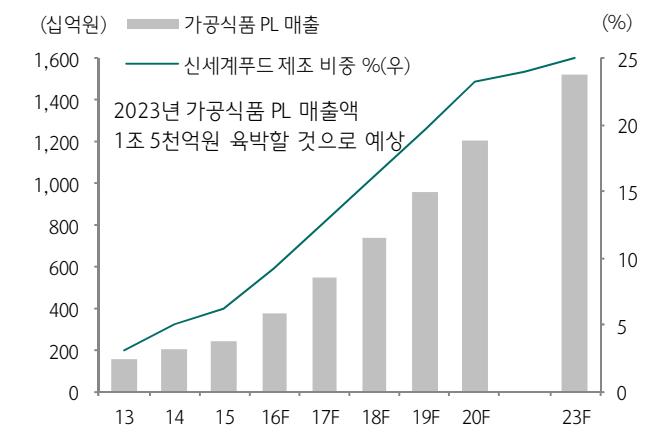
월마트의 식품(가공+HMR+신선) PL 비중이 20%임을 감안시, 2020년 이마트 가공식품 PL 매출액은 1조 2천억원에 육박할 것으로 예상된다. 웬만한 식품 업체의 매출 규모를 능가하는 수치다. 신세계푸드의 제조 매출 비중을 50%로 가정할 경우, 2020년 신세계푸드의 매출액 및 영업이익은 각각 4,700억원, 235억원으로 추산된다. 적정 가치는 2,900억원(현재가치로 할인)으로 판단되어 신세계푸드 시가총액의 60%를 설명 가능하다.

그림 3. 이마트 PL 매출 비중 전망



자료: 하나금융투자

그림 4. 가공식품 PL 매출 빠르게 증가 전망



자료: 하나금융투자

3) 유통산업 필연적 귀결점과 성공의 전제조건

국내 컨슈머 시장 가장 큰 변화의
동인은 온라인화와 저성장

국내 유통시장을 비롯 컨슈머 시장의 가장 큰 변화의 동인은 온라인화와 저성장이다.

① **온라인 유통**은 낮은 Capex와 고정비로 기대영업이익률이 낮다. 진입장벽이 낮아지면서 다른 산업 메이저 업체들이 유통을 도구적 목적(빅데이터나 검색카테고리 확대 등)으로 접근하는 경향이 확대되고 있다. 경쟁심화로 ASP가 계속 하락하고 있다.

오프라인 매출이 90% 이상 이르는 대형유통업체들은 온라인 채널 침식으로 시장점유율이 하락하고 있으며, 고정비 부담이 커지면서 지속적인 수익성 하락 국면에 있다. 온라인 채널을 확대하고 있지만 Lock in 효과가 없기 때문에 일반적인 상품과 방식으로는 BEP도 힘든 상황이다. 고객을 지속적으로 유입시킬 수 있는 특별한 상품이나 서비스가 없을 경우 효과를 기대하기 어렵다. 성장성 둔화를 극복하기 위해 면세점과 아울렛 등 새로운 채널에 진입을 꾀하고 있지만, 역시 시장 포화로 실적 불확실성만 커졌다.

온라인화로 인한 가격하락으로
유통업체들은 수익성 개선을 위해
직매입과 PB를 확대할 전망

유통업체들은 추가적인 영업이익률 하락을 막기 위해 그동안 건드리지 않았던 GPM 개선을 도모해야 하는 상황이다. 이는 필연적으로 브랜드 내재화나 직매입, PB 비중 확대로 이어질 수밖에 없다. 하지만, 이러한 유통방식의 변화는 재고부담을 전제하는 것이기 때문에, 매입과 재고관리, 배송을 합리적으로 수행할 수 있는 물류시스템(fulfillment)을 필요로 한다. 아울러, 소비자가 필요로 하는 제품(품목)을 적절한 시기(가격)에 적절한 양(재고)을 매입할 수 있는 높은 MD 능력을 전제로 한다.

중장기적으로 대형마트는 고객로열티 확보와 수익성 확보를 위해 PB상품 확대가 불가피하다. 문제는 PB가 양날의 검이라는 사실이다. 고객이 필요로 하는(상품개발능력) 양질의 제품(품질관리)을 적절한 물량을 생산해서(재고관리), 최저 가격(가격경쟁력)에 공급할 수 있어야 한다. 이 네가지 요소가 확보될 경우 PB는 고객 입장에서선 싼 가격에 원하는 제품을 살 수 있고, 유통업체 입장에서는 집객을 확보하면서 수익성까지 개선시킬 수 있다. 하지만, 반대가 될 경우, 고객 신뢰도가 크게 훼손될 수 있다.

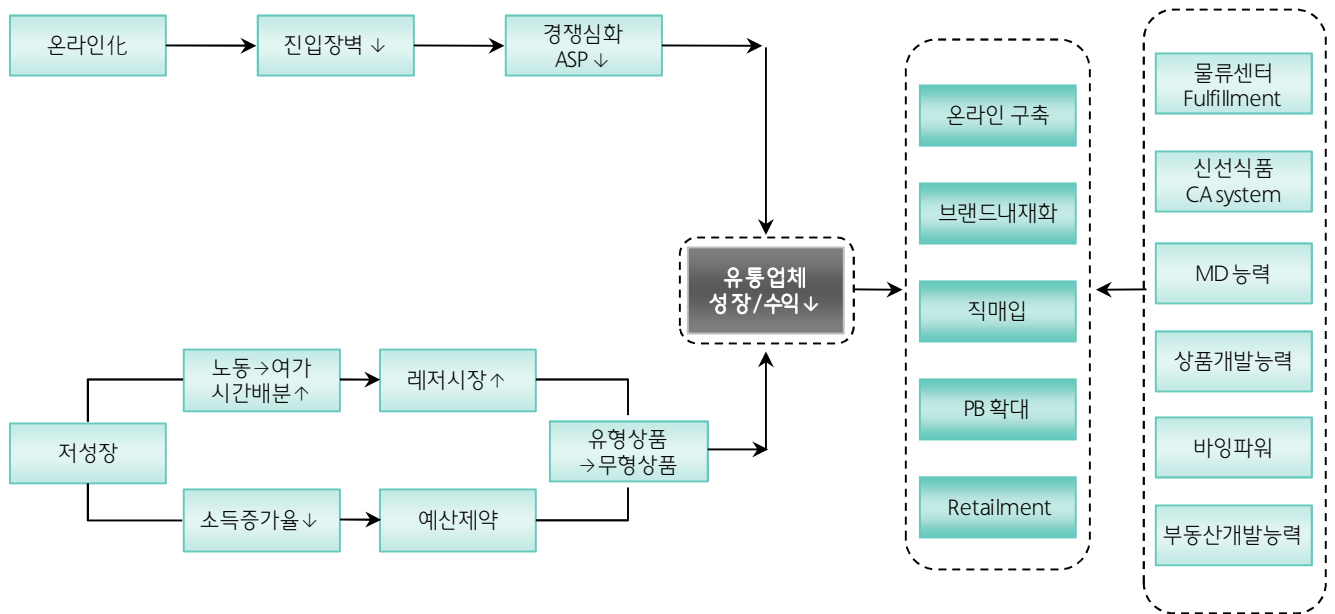
저성장으로 유형상품에서
무형상품으로 소비 이전

② **저성장**은 또하나의 벽이 되고 있다. 저성장 자체가 문제이기도 하지만, 저성장으로 인한 가계 소비패턴의 변화가 더 문제다. 가계가 시간배분을 노동에서 여가로 이전하고 있다. 저성장으로 승진과 연봉상승의 기회가 줄어들면서, 노동의 여가에 대한 기회비용이 커졌기 때문이다. 유형상품(옷 등)에서 무형상품(여행 등)으로 지출 확대는 유통시장 성장률이 민간소비 증가율을 넘지 못하는 허들이 된다. 저성장으로 소득증가율이 낮기 때문에 옷과 여행을 둘다 소비하기는 어렵다. 지속적인 해외여행수요 및 가계지출의 오락/레저/서비스 증가, 지속적인 의류 소비비중의 하락은 이러한 변화를 단적으로 보여주는 수치다.

유통업체들은 리테일먼트 확대

유통업체들은 레저 수요를 유인하기 위해 리테일먼트(Retailment: Retail+ Entertainment)를 확대하고 있다. 시장점유율이 아니라 고객의 시간을 점유할 수 있는 능력(Share of life)이 핵심 경쟁력으로 부각되고 있다. 부동산개발능력과 지명도 높은 테넌트를 유치할 수 있는 네트워크와 바잉파워, 소비자를 계속 머무르게 할 수 있는 콘텐츠 확보가 전제되어야 한다. 이러한 소비패턴의 변화에 얼마만큼 유연하게 대처하거나 할 수 있고, 성공의 여러 전제조건을 가지고 있는지 면밀히 점검을 해보면서 유통업체들에 대한 중장기 투자 전략을 세울 필요가 있다.

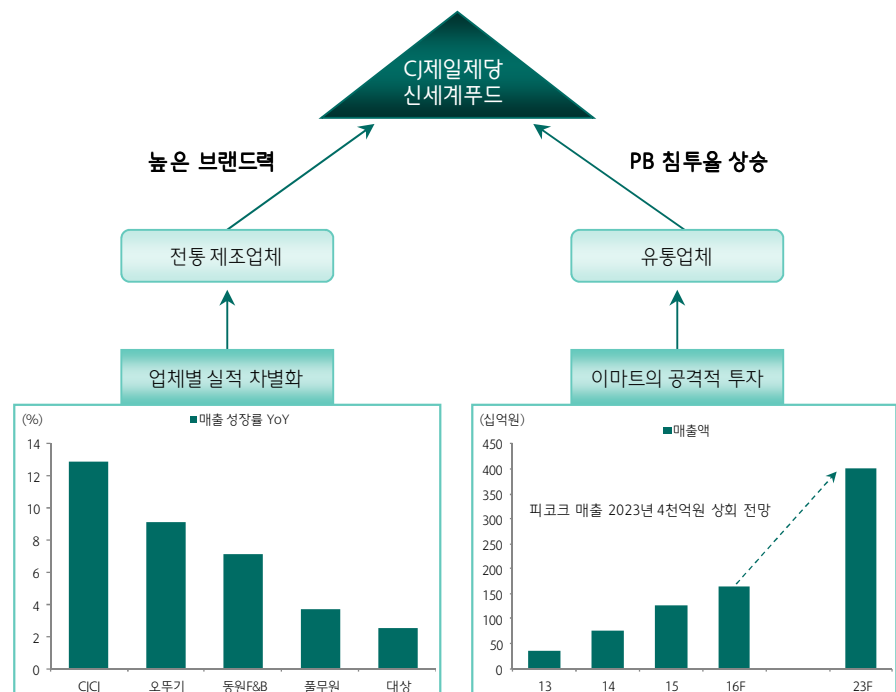
그림 5. 소비자 시장 변동 원인과 결과 전개표



자료: 하나금융투자

그림 6. 중장기 CJ제일제당과 신세계푸드의 점유율 확대 전망

CJ제일제당과 기존 Player 간
실적 차별화 전망,
이마트-신세계푸드는 새로운 기회



주: 매출 성장률은 국내 가공식품 매출에 한정, 1H16 YoY 성장률임
자료: 각 사, 하나금융투자

2. CJ제일제당: 마진 Level-up은 끝나지 않았다

1) 1차 마진 Level-up: 적극적 인수합병의 결실

‘해찬들’, ‘삼호F&G’ 등 가공식품
업체 인수를 통해 포트폴리오 다각화
→ Cash Cow 발판 마련

CJ제일제당은 2000년대 초반 다수의 식품 업체 인수합병을 통해 현재의 가공식품 포트폴리오를 완성했다. 주요 업체의 인수합병 마무리 전후로 식품 사업부(가공+소재)의 매출총마진은 2011년 25.7%→2013년 28.7%로 큰 폭 상승했다. 2016년 기준 주요 피인수 업체들의 매출 기여도는 20%로 추정한다.

2000년도 ‘청정원’과 양강 구도를 이루고 있었던 ‘해찬들’ 인수를 통해 장류 시장에서의 발판을 마련했다. 2006년에는 라인업 강화를 위해 OEM 방식을 통해 판매하던 ‘모닝웰’(냉동만두)을 흡수합병했다. ‘삼호 F&G’ 및 ‘하선정 종합식품’ 인수를 통해 각각 수산 제품 및 포기김치 포트폴리오를 구축할 수 있었다.

당시 피인수 업체들은 현재 CJ제일제당의 Cash Cow 제품 생산 모태다. CJ제일제당의 ‘장류’ 점유율은 50%에 육박한 만큼 안정적 마진을 창출하고 있다. 매출 비중은 12%에 불과하지만 상대적으로 고마진 제품에 속하는 만큼 이익 기여는 이를 큰 폭 상회한다. ‘비비고 만두’의 올해 국내 매출액은 YoY +38% 증가한 1,250억원으로 예상된다. 해외에서도 매출 고성장을 시현 중인 만큼 중장기 Cash Cow로의 역할 증대가 기대된다.

‘삼양유지’, ‘신동방CP’ 인수를 통해
수직 계열화 구축
→ 경쟁사 대비 낮은 매입가

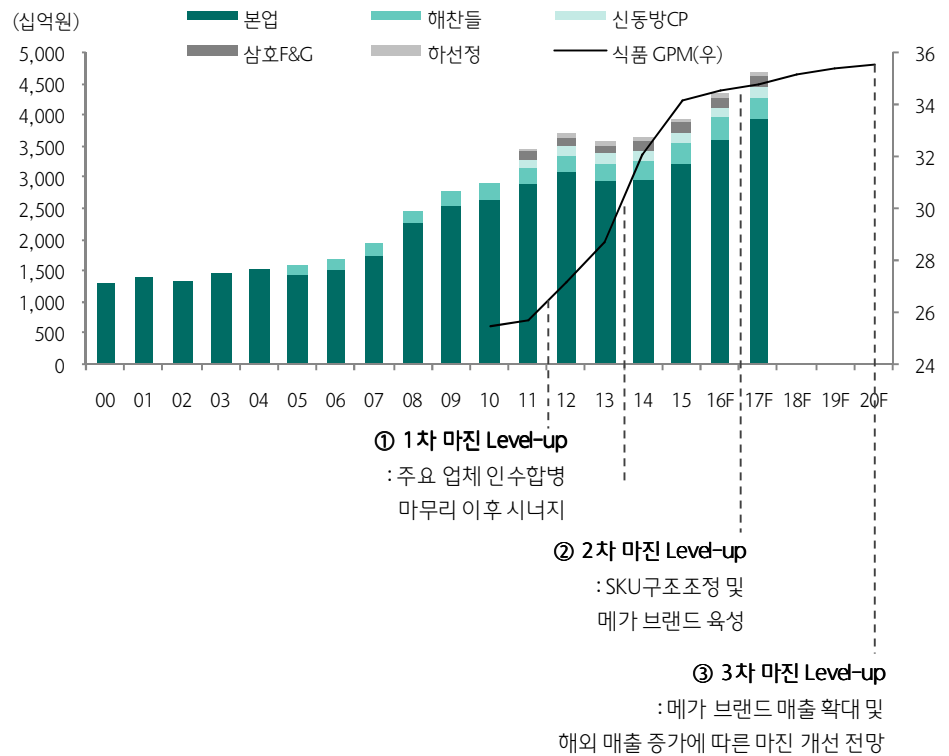
2002년 삼양유지, 2004년 신동방CP(전분당 사업부문) 인수는 수직 계열화 구축의 발판이었다.

소재 사업부 실적은 곡물가에 대한 상관 관계가 높다. 소재 업체들의 매출총마진은 곡물가가 하향 안정화되기 시작한 시점인 2011년을 저점으로 개선세를 보였다. 주목할 점은, 업체별 마진 갭 차이다. 2011년~2015년 CJ제일제당의 매출총마진은 11.4%p 개선된 반면, 주요 경쟁사는 평균 8.5%p 개선에 그쳤다.

매출총마진 개선의 차이는 ‘규모의 경제’ 및 ‘입지적 강점’에 근거한다. CJ제일제당의 2015년 곡물 매입액은 1조 6,500억원(연결 기준)이다. 반면, 주요 경쟁사는 2천억원 내외에 불과하다. CJ제일제당의 사업부는 유기적으로 연관(소재, 사료, 바이오)되어 있다. 즉 각 사업부의 매출 증가에 따라 곡물 매입량이 자연스럽게 증가하는 구조다. 매출액이 증가함에 따라 규모의 경제를 누릴 수 있다. 매입량이 2배 이상 큰 옥수수의 2011~2015년 평균 매입단가는 경쟁사 대비 톤당 30불이 낮았다. 또한 입지적 강점(브라질, 중국 등 주요 곡물 생산국에 제조기지를 마련)에 기반해 매입단가 변동성도 경쟁사 대비 낮았다.

그림 7. CJ제일제당: 적극적 인수합병에 기반한 마진 개선세

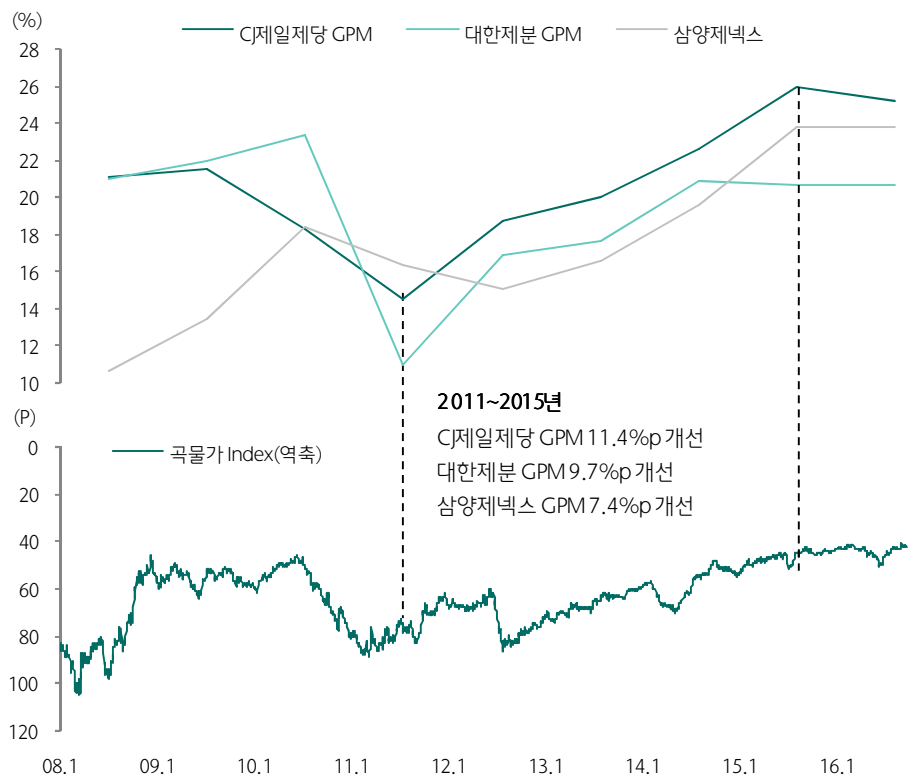
식품 사업부(소재+가공) 마진 추이



자료: 하나금융투자

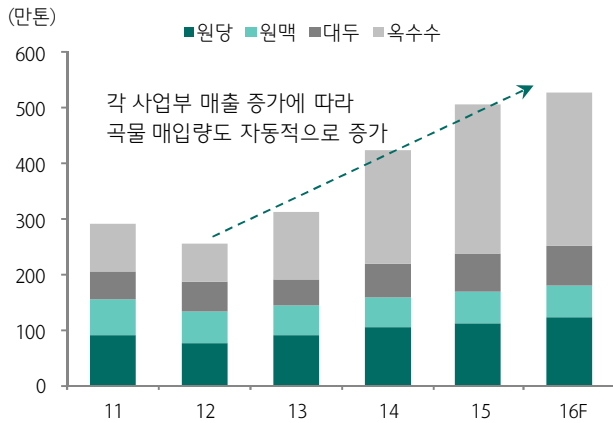
그림 8. CJ제일제당: 주요 사업부의 유기적 관계로 규모의 경제 실현

경쟁사 대비 높은 마진 개선 시현



주: CJ제일제당은 소재 부문 GPM
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 9. CJ제일제당 곡물 매입 현황



자료: 하나금융투자

그림 10. 경쟁사와의 곡물 매입액 비교

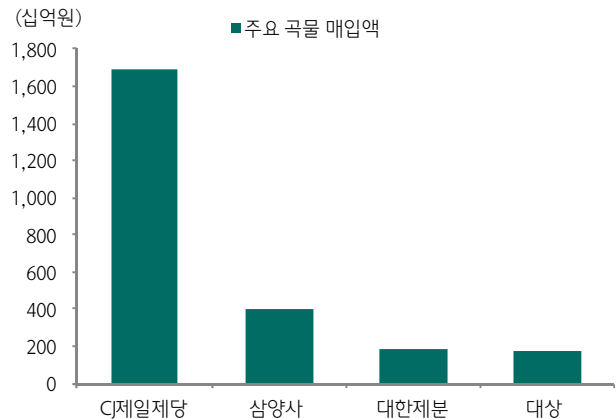
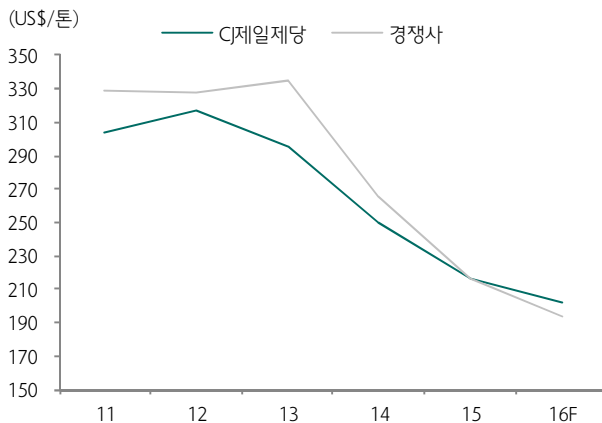
기타: 2015년 기준임, 삼양사는 삼양제넥스 합산 수치임
자료: 하나금융투자

그림 11. CJ제일제당의 글로벌 생산 기지 현황

곡물 생산국에 제조 기지를 보유해
입지적 강점 지님

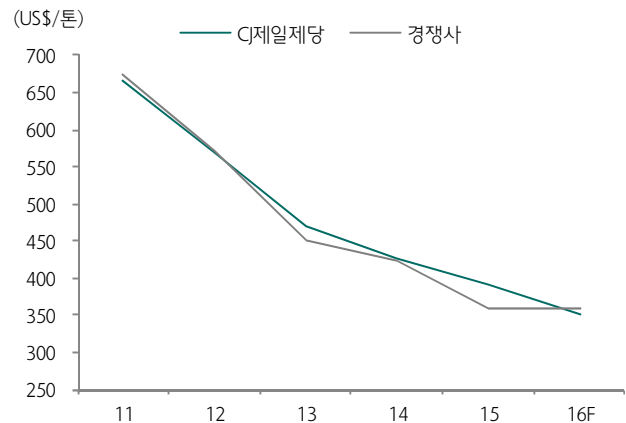
자료: 하나금융투자

그림 12. 매입량 큰 옥수수의 평균 매입가는 톤당 30불 낮았음



자료: 하나금융투자

그림 13. 매입량 유사한 원당은 입지적 이점으로 매입가 변동성 낮춰



자료: 하나금융투자

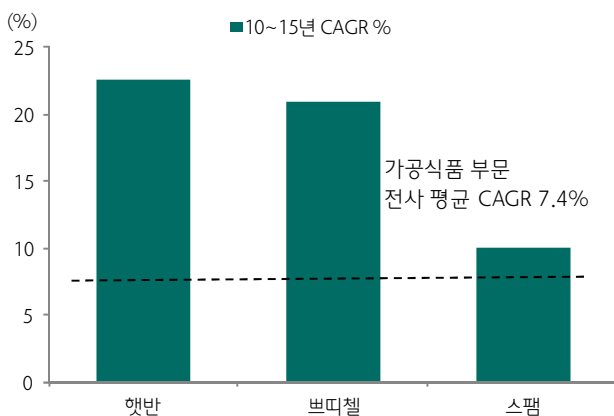
2) 2차 마진 Level-up: 메가브랜드 육성 및 SKU 구조조정

브랜드 통합 및 SKU 구조조정으로
체력 Level-up

주요 인수합병이 마무리된 시점은 2012년이었다. 2013년부터는 대대적인 SKU 구조조정을 시작했다. 구조조정 이후, 매출총마진은 2013년 28.7%→2015년 34.2%로 큰 폭 상승했다.

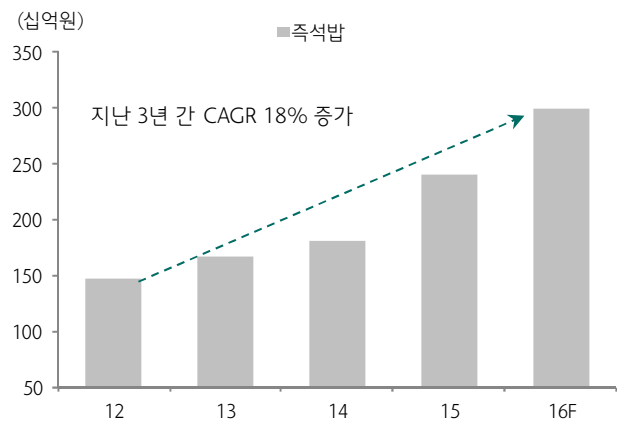
저수익 제품 스크랩 및 브랜드 통합(ex. 냉장드레싱, 두부, 어묵 등 ‘프레시안’ 브랜드로 통합)을 통해 SKU를 1천여개 이상 감축했다. 중장기 성장 여력 높은 제품 군인 ‘스팸’, ‘햇반’, ‘쁘띠첼’ 등은 ‘메가브랜드’로 육성하기 위해 마케팅 역량을 집중했다. 1인 가구 증가 및 식습관 서구화에 기반해 즉석밥/ 육가공/ 냉동만두 시장은 지난 3년 간 연평균 각각 18%/27%/ 8% 성장했다. 견조한 시장 성장 및 브랜드 인지도 향상에 기인해 주요 메가브랜드 매출액은 2010년~2015년 연평균 20% 성장한 것으로 파악된다. 이는 가공식품 전사 연평균 매출 성장률 7.4%를 큰 폭 상회한 수치다. 메가브랜드의 매출 고성장은 전사 마진 개선에도 긍정적 영향을 미친 것으로 판단된다.

그림 14. 주요 메가브랜드 매출 성장률



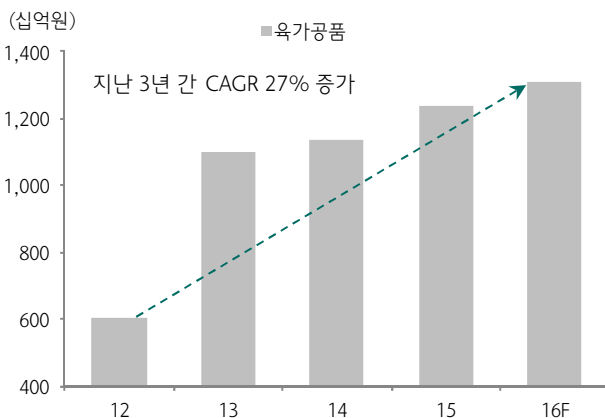
자료: 하나금융투자

그림 15. 즉석밥(쌀가공) 시장 규모 추이



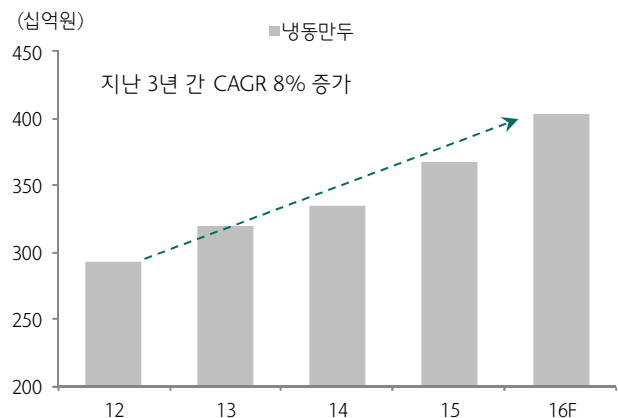
자료: 링크아즈텍, 하나금융투자

그림 16. 육가공 시장 규모 추이



자료: 링크아즈텍, 하나금융투자

그림 17. 냉동만두 시장 규모 추이



자료: 링크아즈텍, 하나금융투자

표 3. CJ제일제당 브랜드 통합 사례

브랜드명	통합 시점	특징
하선정	2009.6	포장반찬 제품 브랜드 '햇찬', '하선정' 통합
프레시안	2011.7	냉장, 냉동식품군 품목 전체 아우르는 종합 신선식품 브랜드
비비고	2011.11	글로벌 시장 식품 및 외식사업 아우르는 통합 브랜드
백설 스위트리	2016.9	알룰로스, 자일리톨설탕 등 차세대 감미료 아우르는 전문 브랜드

자료: CJ제일제당, 하나금융투자

표 4. CJ제일제당 식품 업체 인수합병 내용

시기	인수자-피인수자	내용
2000.2	CJ제일제당-해찬들	CJ제일제당이 장류 제조업체 해찬들 지분 50% 530억원에 인수
2002.7	CJ제일제당-삼양유지	CJ제일제당이 삼양식품으로부터 식용유지제품 및 배합사료 전문 회사인 삼양유지 지분 99.99% 인수
2004.4	CJ제일제당-신동방CP	CJ제일제당이 신동방 CP의 전분당 사업부문을 400억원에 인수
2004.7	CJ제일제당-한일약품	CJ제일제당이 한일약품을 200억원에 인수
2005.11	CJ제일제당-Annie Chun's Inc.	CJ제일제당이 미국 Annie Chun's사 610만달러에 인수
2005.12	CJ제일제당-해찬들	CJ제일제당이 750억원에 해찬들 지분 50% 추가로 사들여 완전 인수
2006.1	CJ제일제당-모닝웰	CJ제일제당이 CJ모닝웰 흡수합병
2006.4	CJ제일제당-삼호F&G	CJ제일제당이 어묵 사업자 삼호F&G 200억원에 인수
2006.12	CJ제일제당-하선정	CJ제일제당이 한식전문 브랜드 하선정 종합식품 330억원에 인수
2007.1	CJ제일제당-CJ Omnifood	CJ제일제당이 미국 식품제조법인인 CJ Omnifood(구 Piomeer Trading) 680만달러에 인수
2007.3	CJ제일제당-열상	CJ제일제당이 북경 최대 식품기업인 열상과 50억원 규모 두부 브랜드 합자법인 설립
2008.8	CJ제일제당-북대항그룹	CJ제일제당이 중국 북대항그룹과 하얼빈에 160억원 규모 곡물가공 합자법인 설립
2009.9	CJ제일제당-삼양유지	CJ제일제당이 식용유 제조 및 판매 단일화 위해 삼양유지 흡수합병 결정
2010.12	CJ제일제당-심양길류옥미유한공사	CJ제일제당이 중국 옥수수 전분 생산, 판매업체인 심양길류옥미상화 유한공사 지분 100% 인수
2011.7	CJ제일제당-신동방CP	CJ제일제당이 전분당류 시너지 극대화를 위해 신동방CP 흡수합병
2011.7	CJ제일제당-지상쥐	CJ제일제당이 중국 식품업체인 '쓰촨성지상쥐식품유한회사' 지분 49%를 1.4억위안에 취득
2011.11	CJ제일제당-하선정	CJ제일제당이 하선정종합식품 흡수합병 결정
2012.12	CJ제일제당-TMI푸드그룹	CJ제일제당이 미국 식품업체인 TMI트레이딩 등 3사 지분 80%를 520억원에 인수
2013.11	CJ제일제당-한원	CJ제일제당 100% 자회사인 포장재 제조회사 원지가 그 자회사인 포장 부자재 업체인 한원 흡수합병
2015.9	CJ제일제당-코도피드밀	CJ제일제당이 동아원의 캄보디아 사료 공장 법인인 코도피드밀 지분 100%를 68억원에 인수
2016.3	CJ제일제당-코휘드	CJ제일제당이 중국 사료시장 공략을 위해 국내 사료업체 코휘드 지분 70%를 350억원에 인수

자료: 언론보도, CJ제일제당, 하나금융투자

3) 중장기 가공식품 마진 Level-up이 가능한 이유

가공식품 사업부는 중장기
이익 레버리지 가능 전망

하나금융투자는 2~3년 내 가공식품 사업부의 영업마진이 300~400bp 추가 Level-up 가능할 것으로 추정한다. ① 2014년부터 출시 중인 '대형 신제품'의 매출 기여 확대, ② 수출 증가에 따른 규모의 경제가 근거다. ③ CJ제일제당과 유사한 포트폴리오를 보유한 Kraft-Heinz 사례 감안시 Cash Cow(장류, 조미료)의 추가 점유율 개선 여지가 충분하며, ④ 판관비 감축에 따른 이익 레버리지가 본격화될 것으로 판단한다.

하나금융투자는 2020년 CJ제일제당의 가공식품 매출액 및 영업이익을 각각 3조 9천억원, 4,800억원으로 추정한다. 2020년 가공식품 사업부 가치는 5조 3,600억원으로 판단한다. 현재 시가총액의 67%를 설명 가능(현재 가치 할인시)하다.

표 5. CJ제일제당 가공식품 사업부 가치 추정

	15	16F	17F	18F	19F	20F
매출액	2,368.0	2,709.6	3,007.7	3,308.5	3,606.2	3,912.8
영업이익	217.9	274.1	315.8	367.2	421.9	489.1
세전이익		225.2	264.5	313.3	365.3	429.7
순이익		175.7	206.3	244.4	285.0	335.1
Target PER		16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
가공식품 적정 시가총액		2,810.5	3,300.4	3,910.3	4,559.2	5,362.1
현재가치(10% 할인)			2,727.6	2,937.9	3,114.0	3,329.5
시가총액 기여도 %			54.9	59.1	62.7	67.0

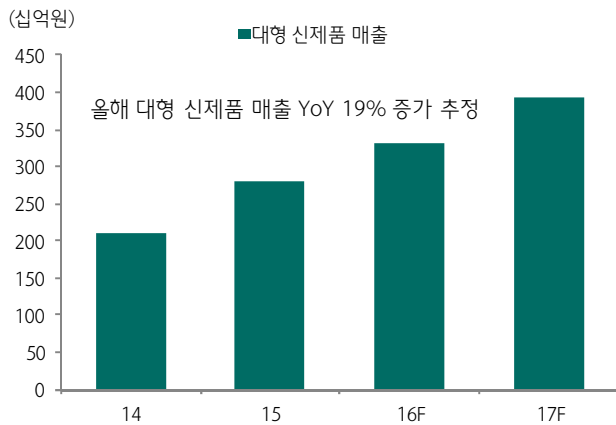
자료: 하나금융투자

대형 신제품 및 수출 확대 긍정적

2014년부터 출시한 '대형 신제품'은 고성장세를 지속 중이다. 올해 매출액은 YoY +18.0% 증가할 것으로 예상된다. 대형 신제품의 매출총마진은 기존 제품 대비 400~500bp 높을 것으로 추산된다. 출시 직후는 광고 판촉 부담으로 이익 레버리지 효과가 제한적이거나, 출시 2년 이후 브랜드 인지도 상승에 기인한 이익률 개선이 본격화될 것으로 전망한다.

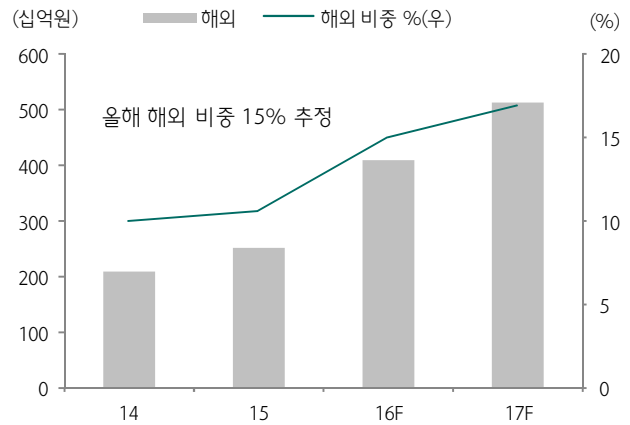
수출 매출 확대도 긍정적이다. 올해 '지상귀' 합병 효과를 감안한 수출 비중은 15%로 예상된다. 수출 매출은 지상귀 합병 효과 제외시 YoY +34% 예상된다. 유통 채널 확대(4월 미국 Sam's Club, 9월 Walmart 입점)에 기반해 내년에도 YoY +25% 매출 성장이 가능할 것으로 예상된다. 지상귀는 합병 이후 공정 효율화에 기반해 마진 개선세가 가시화되고 있다. 올해는 유통 채널 확장 비용 및 '비비고' 브랜드 광고 판촉 부담이 있었으나 내년은 비용 효율화가 기대된다.

그림 18. 대형 신제품 고성장세 지속



자료: 하나금융투자

그림 19. 수출 비중 증가세



자료: 하나금융투자

크래프트-하인즈 사례 감안시
Cash Cow 점유율 확대 가능
판관비 감축에 따른
이익 레버리지도 기대

CJ제일제당과 유사한 제품 및 지역 포트폴리오를 보유한 글로벌 Peer는 크래프트-하인즈(Kraft-Heinz)다. 크래프트-하인즈는 2015년 7월 크래프트와 하인즈의 합병을 통해 탄생한 업체로 북미 지역의 지배적 가공식품 제조업체다.

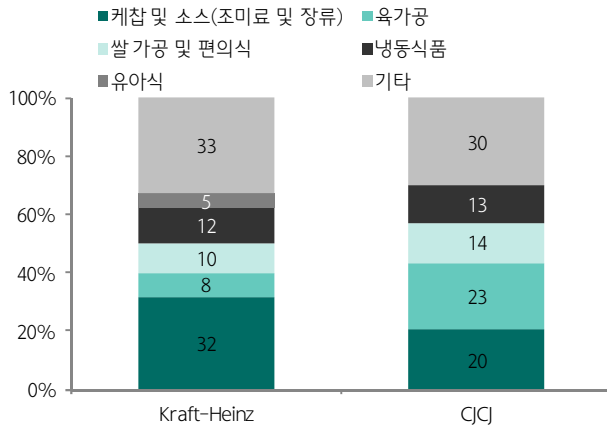
크래프트-하인즈의 제품 카테고리별 매출 비중은 케첩 및 소스 32%/ 냉동식품 12%/ 편의식 10%/ 육가공 8%이다. 조미료 및 소스의 대부분은 하인즈의 케첩 매출이다. CJ제일제당의 제품 카테고리별 매출 비중은 조미료 및 장류 30%, 냉동식품 13%, 편의식(쌀 가공 및 HMR) 14%, 육가공 23%이다. 대부분의 제품 카테고리가 일치한다. 크래프트가 육가공(필라델피아치즈, 매출 비중 15%) 및 커피음료 사업(맥스웰하우스, 매출 비중 8%)을 영위하는 점만 상이하다. 지역 포트폴리오도 유사한데 크래프트-하인즈의 북미 및 유럽(국내) 비중은 80%를 상회한다. 중국을 포함한 기타 동남아시아 매출 비중은 미미한 수준이다.

2015년 크래프트-하인즈의 매출총이익률 및 영업이익률은 각각 33.3%, 16.5%를 기록했다. 합병 시너지가 본격화된 2016년 상반기는 각각 36.7%, 23.5%를 시현했다. CJ제일제당의 매출총이익률 및 영업이익률은 동기간 각각 41.7%, 10.0%를 시현했다.

하인즈의 Cash Cow인 '케첩' 시장 점유율은 캐나다와 미국이 각각 80%, 60%인 점을 감안시 CJ제일제당의 조미료 및 장류의 국내 점유율 확장 여력은 충분해 보인다. 점유율 10% 추가 상승시 가공 사업부 마진은 100bp 이상 개선 가능할 것으로 추산된다.

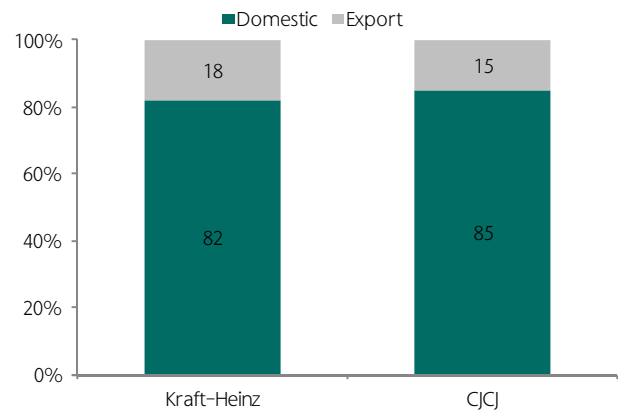
2015년 기준 국내 음식료 업체들의 판관비율은 24.8%, 글로벌 Peer의 판관비율은 23.7%이다. CJ제일제당은 국내 가공식품 시장의 지배적 사업자임에도 불구하고 판관비율이 31.1%에 달한다. 현재는 시장 점유율 확대에 대한 투자가 진행되고 있으나 향후 판관비 절감을 통한 영업마진 개선 가능성은 매우 높다는 판단이다.

그림 20. 카테고리별 매출 비중



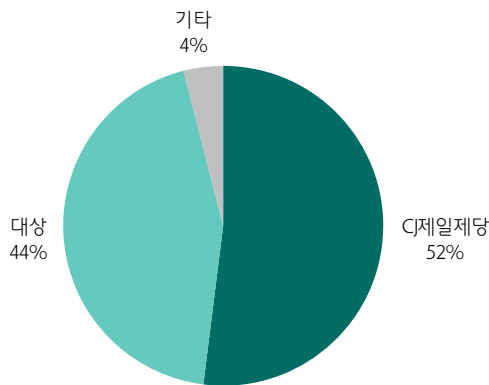
자료: 하나금융투자

그림 21. 지역별 매출 비중



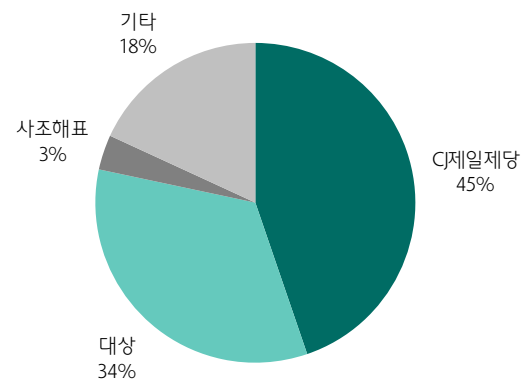
주: Kraft-Heinz의 Domestic은 북미, 유럽 합산/ Export는 아시아 포함 기타 지역
 자료: 하나금융투자

그림 22. CJ제일제당 Cash Cow 조미료 시장 점유율



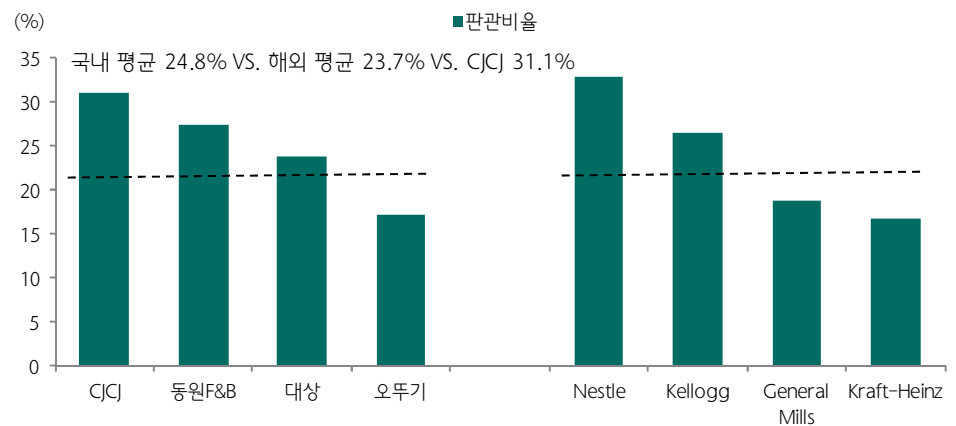
기타: B2B+B2C 합산 점유율임
 자료: 하나금융투자

그림 23. CJ제일제당 Cash Cow 장류 시장 점유율



기타: B2B+B2C 합산 점유율임
 자료: 하나금융투자

그림 24. 국내 및 해외 가공식품 업체 판관비율 현황



주: CJ제일제당은 가공식품 사업부 마진임
 자료: 하나금융투자

CJJ 판관비율 감안시
 영업마진 개선될 공산 높아

4) '바이오' 제품 포트폴리오 확대 및 수직 계열화에 주목

바이오 사업부의 공격적 투자는
마치 2000년도와 유사

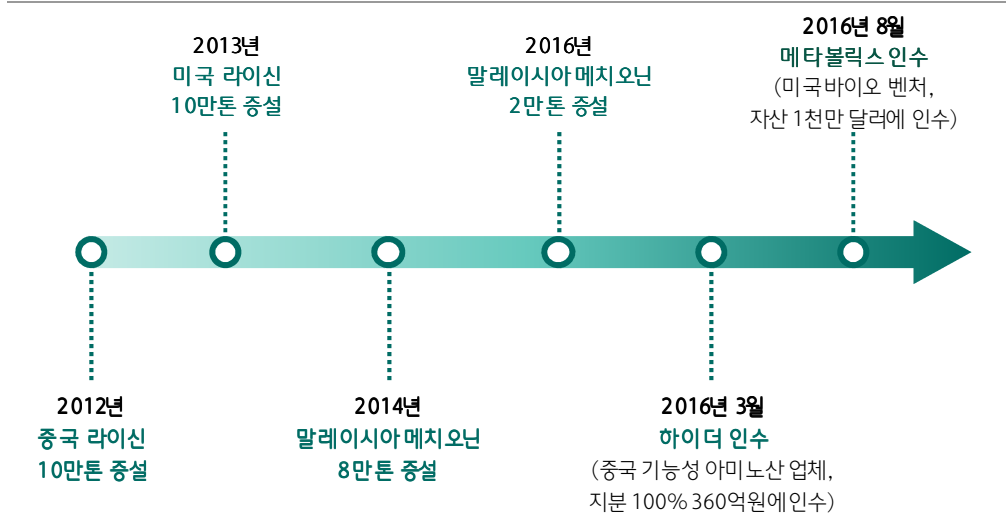
최근 3년 간 영역 확장에 공을 들이는 사업부는 '바이오'다. 2011년부터 라이신, 메치오닌의 공격적 Capa 증설이 단행되었으며, 아미노산 생산 업체인 '하이드', '메타볼릭스'를 인수했다. 2000년대 초반 식품 사업부를 공격적으로 확장했던 모습과 흡사하다.

아미노산은 모든 생물 단백질의 구성 물질로서 사료용, 식품용, 의약용으로 널리 사용되고 있다. 글로벌 아미노산 시장은 660만톤 규모로 향후 7년 간 연평균 5.6% 증가할 것으로 예상된다. 기능별로는 사료용 첨가제가 전체 물량의 52%, 식품 첨가제 40%, 의약 및 기타 8%로 추산된다. 아미노산 판가에 따라 차이가 있겠으나 대략 180억불(한화 약 20조원)규모로 추산된다.

가장 수요가 많은 사료 첨가제에 쓰이는 아미노산은 라이신, 쓰레오닌, 트립토판, 메치오닌이다. 돼지를 기준으로 보면 제1제한 아미노산은 라이신, 제2제한은 쓰레오닌, 제3제한은 트립토판이다. 조류의 경우에는 메티오닌과 트립토판이 중요하다.

그림 25. 바이오 사업부 영역 확대 중

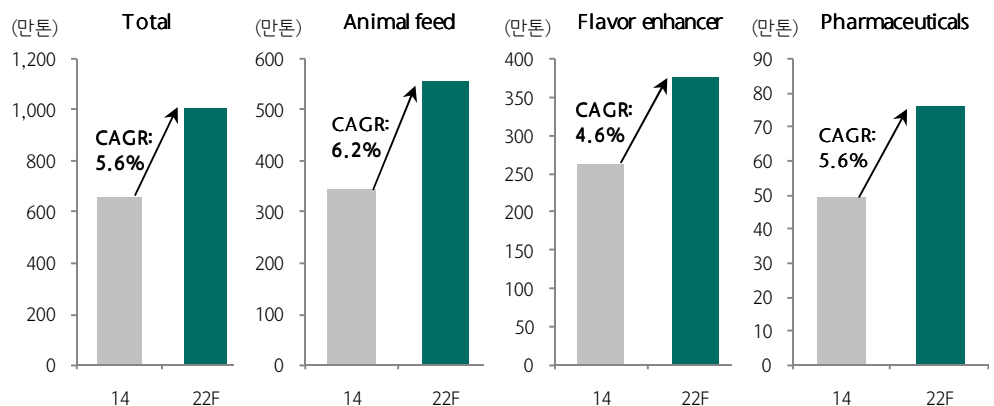
최근 3년 간 공격적 Capa 증설 및
인수합병



자료: 하나금융투자

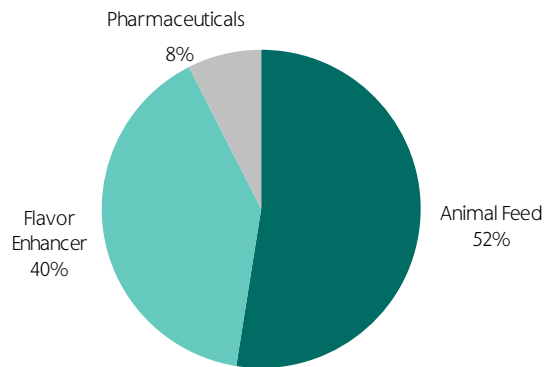
그림 26. 글로벌 아미노산 시장은 660만톤으로 추정

2022년까지 연평균 5.6%
물량 성장 전망



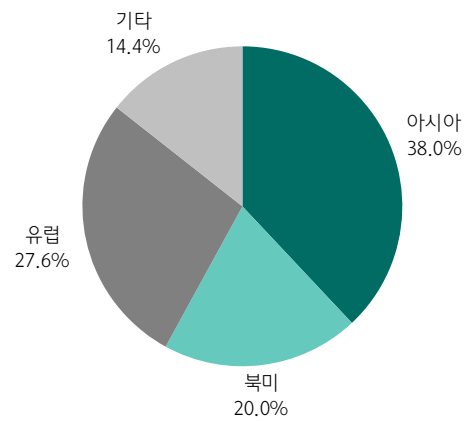
자료: Radiant Insights, 하나금융투자

그림 27. 사료용 첨가제가 전체 물량의 52% 차지



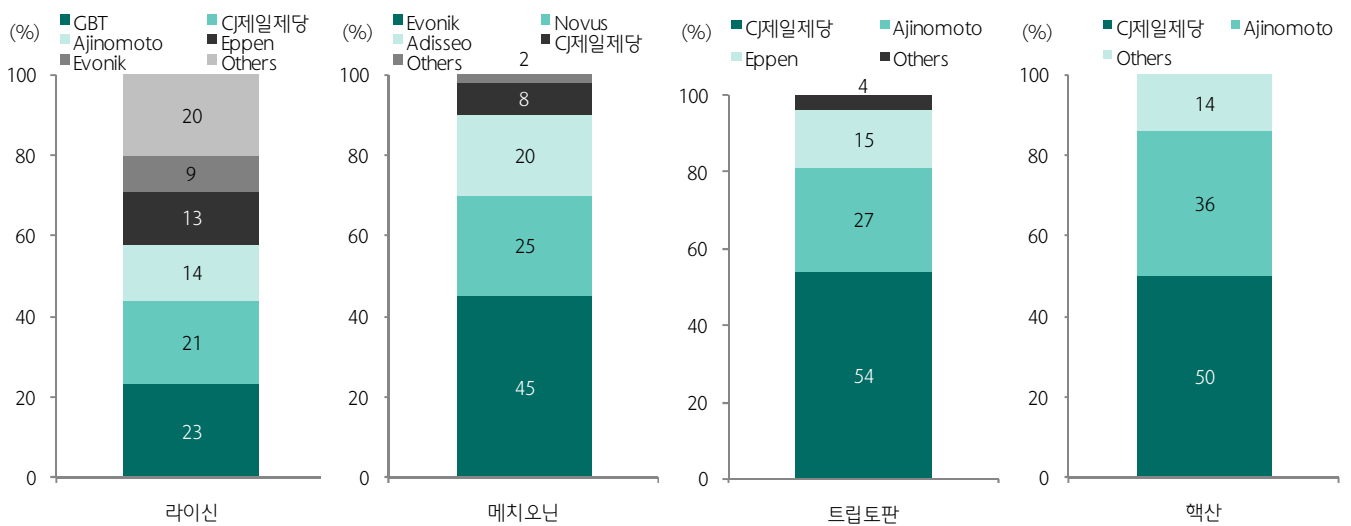
자료: Radiant Insights, 하나금융투자

그림 28. 사료용 첨가제 지역별 수요 현황



자료: 하나금융투자 추정

그림 29. 사료용 아미노산 카테고리별 점유율 현황



기타: Capa 기준 점유율임, 실제 판매량 기준은 다를 수 있음
 자료: 각사, 하나금융투자

‘하이더’ 인수로 제품 포트폴리오 완성

‘하이더’는 기능성(의약품 등) 아미노산 생산 업체다. 기능성 아미노산 생산의 핵심인 정제기술력이 뛰어나고 300여 개의 글로벌 고객 및 판매망을 확보하고 있는 것으로 알려졌다. 참고로 2015년 450억원 매출을 시현한 것으로 파악된다.

‘하이더’가 생산하는 주요 아미노산은 ‘시스테인(Cysteine)’과 ‘시스틴(Cystine)’이다. 시스테인은 항산화능력을 갖고 있어 인간의 대사작용에 활용된다. 두 분자의 시스테인은 시스틴 한 분자를 생성한다. 시스틴은 손톱, 발톱, 피부, 머리카락의 구성성분으로 콜라겐 생성과 피부의 탄력을 유지하는데 필요하다. 또한 피부의 검버섯과 색소 생성을 방지해 화장품 원료로도 이용되고 있다.

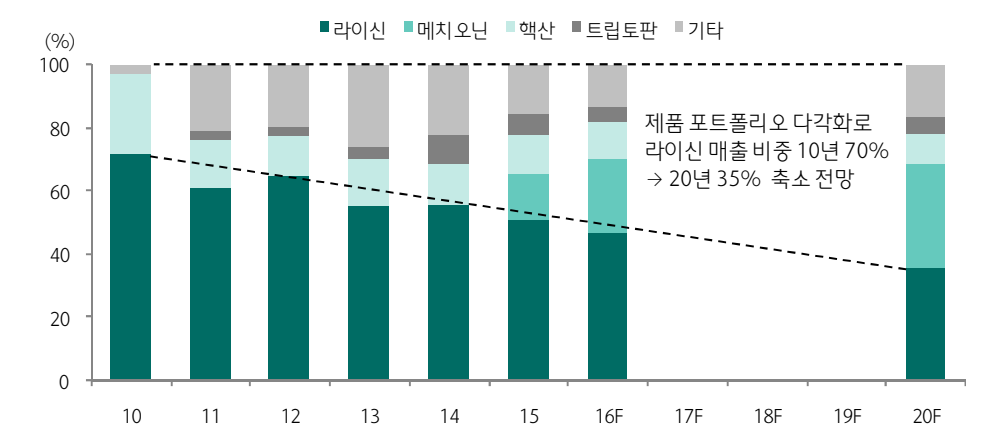
‘하이더’의 인수 목적은 포트폴리오 확대에 있다. 기존 식용 및 사료 첨가제에서 의약품까지 포트폴리오를 확장하면서 수직 계열화가 가능할 전망이다. 중장기 기능성 아미노산 시장에서 매출액 4,000억원 달성을 통해 아미노산 전 분야에서 점유율 1위를 기록한다는 계획이다. 단기적으로는 하반기 가동률이 낮았던 중국 심양 공장에서 시스테인을 호환 생산함으로써 가동률 개선이 가능할 전망이다.

단기 라이신 가격 변동 보다는 포트폴리오 다각화에 따른 이익 가시성 향상에 주목

2010년 라이신 매출은 바이오 사업부 매출의 70%를 차지할 만큼 절대적(물량 기준 83%)이었다. 2015년부터 메치오닌 판매를 시작하면서 1H16 라이신 매출 비중은 45%로 하락했다. 2016년 메치오닌 매출 비중은 20%로 추산된다. 메치오닌은 올해 하반기 2만톤 증설을 통해 내년 10만톤 판매가 가능할 것으로 예상된다. CJ제일제당이 생산하는 메치오닌은 ‘L형 메치오닌’으로 경쟁사 제품(‘DL’형) 대비 체내 흡수력이 높다. 기술 장벽 및 견조한 글로벌 수요 감안시 추가 증설 가능성도 배제할 수 없다. 기능성 아미노산(ex. 시스테인 kg당 10불) 매출 기여도 확대될 것이다. 제품 포트폴리오 다각화에 기인해 2020년 라이신의 매출 기여도는 35%로 축소될 것으로 전망한다. 단기 라이신 판가 움직임 보다는 중장기 포트폴리오 다각화에 따른 이익 가시성 향상에 주목해야 할 시점이다.

그림 30. 바이오 사업부 제품 포트폴리오 다각화 긍정적

라이신 매출 비중은 2010년 70%→
2020년 35%로 축소 전망



자료: 하나금융투자

그림 31. 메치오닌 Kg당 3.5~4.5불 판매 중



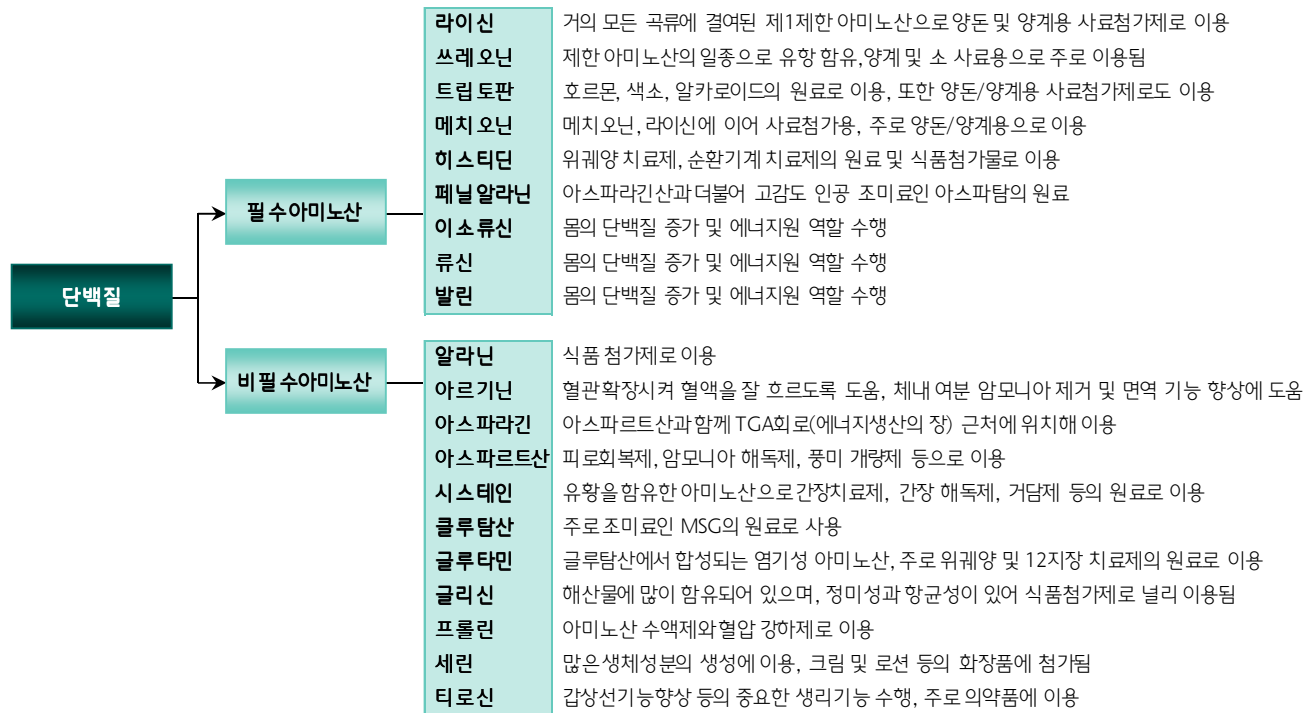
자료: 알리바바, 하나금융투자

그림 32. 시스테인 Kg당 8.6~9.3불에 판매 중



자료: 알리바바, 하나금융투자

그림 33. 아미노산 종류 및 효능



자료: 하나금융투자

5) 실적 전망: 하반기 갈수록 실적 모멘텀 부각 전망

하반기 기저효과 및 바이오 사업부 실적 개선 가시화 전망

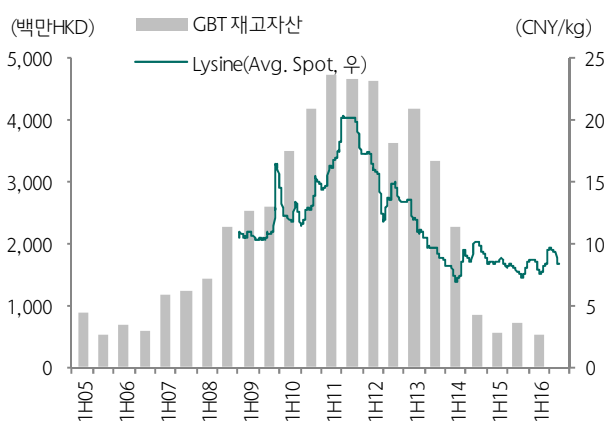
하반기 갈수록 실적 모멘텀은 부각될 전망이다. 가공식품 매출 고성장세 및 제품 포트폴리오 다각화에 기인한 바이오 실적 개선세가 예상된다. 4분기는 기저효과도 기대 가능하다.

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 6,993억원(YoY +9.9%), 2,481억원(YoY +11.5%)으로 추정한다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 2조 3,553억원(YoY +8.2%), 1,917억원(YoY +8.3%)으로 예상되어 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다.

① 가공식품 부문 매출은 YoY +12% 증가할 것으로 예상된다. 지상취 연결 효과 제외하더라도 적극적인 신제품 출시 및 선물세트 판매 호조 기인해 YoY +10% 고성장을 지속할 것으로 판단된다. 영업마진은 추석 반품 시점 차이로 전년 수준이 예상된다. ② 소재 부문 마진은 전년 높은 베이스로 하락이 불가피하겠으나 연간 5~6% 수준은 유지 가능할 것으로 추산된다. 미국 작황 호조에 따른 곡물가 하향 안정화가 지속되고 있어 안정적 사업 영위가 가능할 것으로 판단된다. ③ 생물자원 부문은 인도네시아 축산 시세 회복 및 신흥국 통화 강세에 기인해 YoY +20% 증가가 전망된다. 영업마진도 전년대비 60bp 개선될 것으로 추정한다. ④ 헬스케어 부문은 ETC 매출 비중 확대에 기인한 마진 Level-up이 긍정적이다. ⑤ 바이오 영업이익은 386억원(YoY +65.8%)으로 추정한다. 라이신 판가 상승(톤당 1,260불, YoY Flat, QoQ +3.7%) 및 메치오닌 수율 개선, 중국 옥수수 가격 하락이 수익성 개선의 Key다.

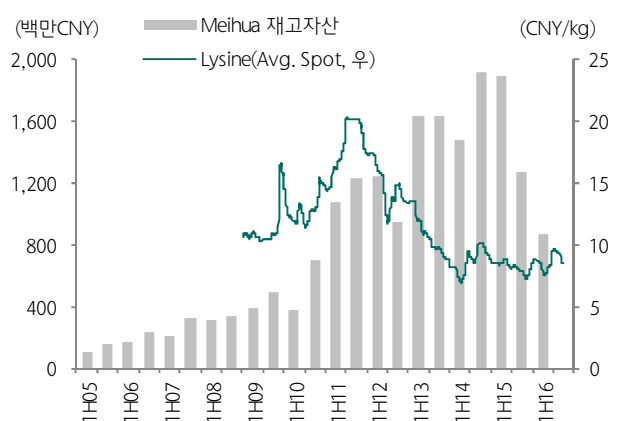
최근 중국 라이신 스팟 가격 하락으로 내년 바이오 사업부 실적에 대한 우려가 많다. 일부 로컬 업체들이 유지보수를 위한 가동 중단 이후 국경절 수요 유치를 위해 판가를 낮게 공시한 것으로 파악된다. 로컬 업체들의 수익성 및 재무구조 감안시 현 수준의 판가에서는 OPM -10% 이상 영업적자가 발생할 것으로 판단된다. 내년 라이신 판가는 현재 수준(톤당 1,300~1,400불)이 유지될 것으로 전망한다. 제품 포트폴리오 다각화에 기인해 라이신 매출 비중은 2010년 70%→2016년 45%로 비중이 축소되고 있다. 단기 라이신 판가 움직임 보다는 중장기 포트폴리오 다각화에 따른 이익 가시성 향상에 주목해야 할 시점이다.

그림 34. GBT 재고자산 및 라이신 판가 추이



자료: GBT, 하나금융투자

그림 35. 매화 재고자산 평균 수준으로 회귀



자료: 매화, 하나금융투자

표 6. CJ제일제당 실적 추정

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	15	16F	17F
매출액	3,119.9	3,165.0	3,366.4	3,273.2	3,534.0	3,609.6	3,699.3	3,619.5	12,924.5	14,462.5	15,937.4
① 식품	1,048.6	993.4	1,151.5	956.9	1,159.8	1,103.5	1,243.1	1,043.1	4,150.4	4,549.6	4,902.8
② 바이오	401.7	433.5	464.5	440.0	428.2	455.8	452.2	445.4	1,739.7	1,781.6	2,014.1
③ 제약	105.9	113.0	111.4	126.4	117.7	125.5	120.3	132.7	456.7	496.2	521.0
④ 사료	443.0	427.2	449.7	485.5	489.2	521.4	539.6	558.3	1,805.4	2,108.6	2,319.4
⑤ 물류	1,181.3	1,266.5	1,270.1	1,337.9	1,445.2	1,513.6	1,444.0	1,540.0	5,055.8	5,703.2	6,617.0
YoY	10.6%	11.9%	13.2%	6.3%	13.3%	14.0%	9.9%	10.6%	10.4%	11.9%	10.2%
① 식품	8.7%	6.6%	11.1%	5.5%	10.6%	11.1%	8.0%	9.0%	8.1%	9.6%	7.8%
② 바이오	14.9%	26.1%	31.1%	2.1%	6.6%	5.1%	-2.6%	1.2%	17.7%	2.4%	13.1%
③ 제약	-1.5%	9.7%	4.0%	12.5%	11.1%	11.1%	8.0%	5.0%	6.2%	8.7%	5.0%
④ 사료	16.0%	11.9%	12.1%	7.2%	10.4%	22.1%	20.0%	15.0%	11.6%	16.8%	10.0%
⑤ 물류	9.7%	13.2%	12.0%	8.7%	22.3%	19.5%	13.7%	15.1%	10.9%	12.8%	16.0%
영업이익	225.4	191.7	222.5	111.8	232.8	210.6	248.1	218.5	751.4	910.1	1,004.7
① 식품	110.8	79.4	131.9	26.4	118.1	84.4	121.2	75.2	348.5	398.9	439.0
② 바이오	50.4	47.7	23.3	17.4	31.4	29.8	38.6	49.1	138.8	148.9	176.0
③ 제약	12.1	12.5	11.0	16.7	18.4	17.1	15.6	17.3	52.3	68.4	67.7
④ 사료	9.3	13.1	10.8	13.7	15.1	20.8	16.2	16.7	46.9	68.8	70.0
⑤ 물류	47.6	44.7	51.6	42.0	53.2	59.7	62.7	67.0	186.0	242.6	276.0
YoY	92.0%	55.4%	33.0%	-34.9%	3.3%	9.9%	11.5%	95.4%	29.6%	21.1%	10.4%
① 식품	16.8%	-0.1%	23.8%	-36.2%	6.6%	6.3%	-8.1%	184.7%	8.1%	14.5%	10.1%
② 바이오	T/B	T/B	124.0%	-61.5%	-37.7%	-37.5%	65.8%	182.0%	485.7%	7.3%	18.2%
③ 제약	1.7%	10.6%	2.8%	-2.9%	52.1%	36.8%	42.2%	3.3%	2.3%	30.8%	-1.0%
④ 사료	17.7%	8.3%	18.7%	158.5%	62.4%	58.8%	49.9%	22.3%	36.3%	46.8%	1.7%
⑤ 물류	72.2%	14.6%	29.1%	-29.0%	11.7%	33.4%	21.4%	59.5%	12.1%	30.4%	13.8%
OPM	7.2%	6.1%	6.6%	3.4%	6.6%	5.8%	6.7%	6.0%	5.8%	6.3%	6.3%
① 식품	10.6%	8.0%	11.5%	2.8%	10.2%	7.6%	9.8%	7.2%	8.4%	8.8%	9.0%
② 바이오	12.5%	11.0%	5.0%	4.0%	7.3%	6.5%	8.5%	11.0%	8.0%	8.4%	8.7%
③ 제약	11.4%	11.1%	9.9%	13.2%	15.6%	13.6%	13.0%	13.0%	11.5%	13.8%	13.0%
④ 사료	2.1%	3.1%	2.4%	2.8%	3.1%	4.0%	3.0%	3.0%	2.6%	3.3%	3.0%
⑤ 물류	4.0%	3.5%	4.1%	3.1%	3.7%	3.9%	4.3%	4.4%	3.7%	4.3%	4.2%
세전이익	138.4	88.4	87.1	50.9	203.9	132.5	186.3	132.4	364.8	655.1	747.0
YoY	67.6%	33.7%	71.5%	17.0%	47.3%	49.9%	113.9%	160.2%	50.1%	79.6%	14.0%
(지배)순이익	92.3	70.2	30.8	-4.0	122.6	42.3	93.4	66.7	189.3	325.1	390.4
YoY	90.1%	75.5%	248.0%	TR	32.9%	-39.7%	203.4%	TB	105.8%	71.8%	20.1%
NPM	3.0%	2.2%	0.9%	-0.1%	3.5%	1.2%	2.5%	1.8%	1.5%	2.2%	2.4%

자료: 하나금융투자

3. 이마트: 한국 유통시장 변화를 주도하다

1) 3분기 이후 실적 개선: MS 상승, 신사업호조, 경쟁완화

3분기 연결 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 7.6%, 2.4%
성장한 3조 9,620억원과 1,980억원
수준 가능할 전망

3분기 이마트 실적은 예상보다 양호한 흐름이다. 3분기 연결 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.6%, 2.4% 성장한 3조 9,620억원과 1,980억원 수준이 가능할 전망이다. 면세점과 중국 법인의 기저효과도 있지만, e마트(대형마트)와 트레이더스, 이마트몰의 선전을 주목할 필요가 있다. 그동안 e마트는 정부 규제와 온라인으로 소비 이동, 경쟁심화로 지속적인 실적 부진을 경험했다. 이마트몰은 고성장에도 불구하고 프로모션 증가와 신규 물류센터 오픈에 따른 고정비 증가로 영업손실 폭이 증가하고 있었다. 트레이더스가 고성장하면서 수익성이 개선되고 있지만, e마트와 이마트몰의 실적 저하를 모두 상쇄하면서 실적 개선을 전인하기에는 한계가 있다. 이들 세 사업부문의 장단기 실적 개선 여부는 이마트 투자의 가장 기본적인 조건이다.

① e마트 MS 상승

e마트의 7~8월 기존점 성장률은
각각 YoY 4.7%, 0.7%로
전체 대형마트 기존점 성장률
(2.1%, 0% 추정)을 넘어서는
양호한 모습
- 경쟁업체들의 전략 수정
- 제품력과 가격 경쟁력 우위

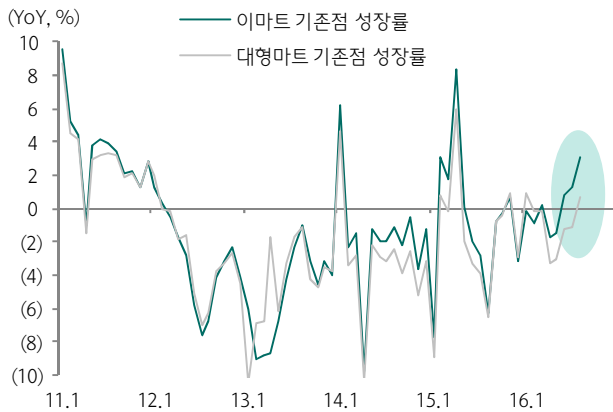
e마트의 7~8월 기존점 성장률은 각각 YoY 4.7%, 0.7%로 전체 대형마트 기존점 성장률(2.1%, 0% 추정)을 넘어서는 양호한 모습을 보이고 있다. 실질적으로 대형마트의 또다른 형태인 트레이더스를 포함한 경우 갭은 더 커진다(트레이더스를 포함한 이마트의 대형마트 기존점 성장률은 5.7%, 1.4%). 이마트는 올해 대형마트 시장에서 1%p 시장점유율 상승을 목표하고 있다.

이러한 시장점유율 상승은 첫째, 경쟁업체들의 전략 수정에 그 이유가 있다. 2위 업체인 홈플러스가 최근 재무구조 개선으로 경영방향을 선회했다. 3위 업체인 롯데마트 역시 지난 상반기까지 공격적인 행보에서 한발 물러섰는데, 최근 1년 시장점유율 상승을 위한 신선식품 매입구조 변경과 마케팅 확대에도 불구하고 오히려 시장점유율은 하락했고, 재고부담은 커졌기 때문이다.

둘째, 노브랜드와 피코크 등 양질의 PB제품 판매로 소비자 인지도가 높아졌고, CA(Controlled atmosphere) 시스템에 기반한 우수한 신선식품과 직수입 상품 확대 등 제품력과 가격 경쟁력에서 모두 앞섰기 때문으로 분석된다(PB와 신선식품 경쟁력에 대해서는 뒤에 다룬다).

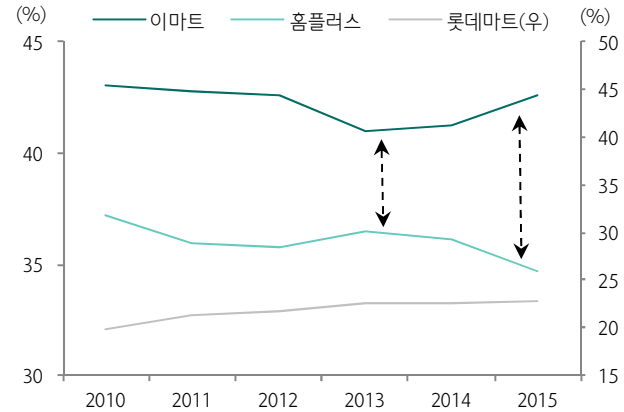
참고로, 백화점과 대형마트 업황 차이는 크지 않다. 8월의 경우 전점 성장률은 두 업종 모두 YoY 3% 이상 기록했을 것으로 추정한다. 기존점성장률 차이가 큰 이유는 온라인 채널 매출의 계상 차이 때문이다. 온라인 채널 매출을 백화점은 기존점에, 대형마트는 별도로 계상한다. 백화점의 온라인 매출은 기존 오프라인 점포에서 패키징 후 배송되지만, 대형마트 온라인 매출은 별도 물류센터에서 배송되기 때문이다. e마트 매장수는 2분기 말 기준 147개다. 2015년도 5개 증가했는데, 향후 e마트 증가 계획은 특별히 없다. 신규 점포 5개가 정상화된 후에는 YoY 0.5% 내외의 기존점 성장률을 기록하면서 영업이익률은 5% 초반대에서 안정화될 것으로 예상된다.

그림 36. e마트 기존점 성장률과 전체 대형마트 기존점성장률(3MA)



자료: 이마트, 하나금융투자

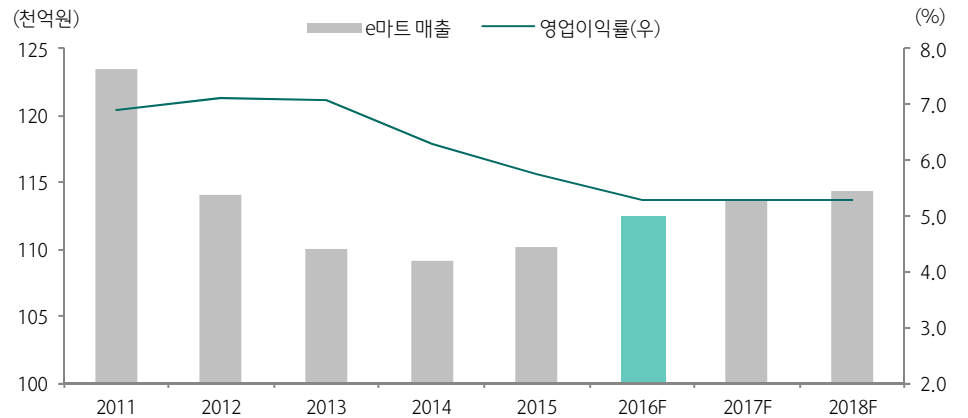
그림 37. 대형마트 3사 MS 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 38. e마트 매출과 영업이익률 추이와 전망

중장기 기존점 성장률은 YoY 0.5%
내외 영업이익률은 5% 초반대에서
안정화될 전망



자료: 이마트, 하나금융투자

② 신규사업(이마트몰+트레이더스) 선전

이마트의 대표적인 신사업은 이마트몰과 트레이더스다.

이마트몰은 신선식품에 대한 차별적 경쟁력(후레쉬센터)을 기반으로 용인(Capa 2,000억원)에 이어 김포(Capa 4,000억원) 물류센터를 가동하면서 고성장을 이어가고 있다. 온라인 전용 물류센터 가동으로 당일배송 비율은 50%까지 상승하였다. 서울 남부/경기지역은 용인 물류센터 Capa 부족으로 인근 기존점포를 온라인센터로 추가 활용하고 있을 정도다.

이마트몰 적자폭 확대 불가,
중장기 전망 긍정적

가파른 매출 증가에도 불구하고 대형 물류센터 확충에 따른 고정비 증가와 경쟁심화(롯데마트 및 쿠팡 등 소셜커머스 업체)로 판관비 부담이 증가하면서 영업이익자는 390억원(YoY -140억원)까지 늘어날 것으로 추정한다. 적자폭 확대에 대해 우려하는 목소리가 크지만, 중장기 전망은 긍정적이다.

국내 최대 바잉파워와 재고 규모,
국내 최초 CA시스템 도입한
후레쉬센터 경쟁력

이마트몰의 최대 강점은 신선식품이다. 국내 최대 바잉파워와 재고 규모, 국내 최초 CA시스템을 도입한 후레쉬센터 경쟁력을 자랑한다. 국내에서 이마트만큼 막대한 신선식품 재고를 저렴한 가격에 매입하여 신선도를 유지하면서 당일배송할 수 있는 회사는 없다. 온라인화의 대표적 성격이 특정 유통업체에 대한 Lock-in 효과가 없다는 것이며, 이게 유통시장을 완전경쟁시장, 제로마진으로 몰고 가는 가장 기본적인 특징이다.

신선식품은 구매 로열티 가능한
카테고리

하지만, 신선식품 카테고리에 대해서는 예외적으로 특정 유통업체에 대한 구매 로열티가 높을 수 있다. 맛과 신선도를 직접 평가할 수 없는 만큼, 한번 구매경험에서 만족했다면 굳이 다른 회사의 온라인몰을 이용할 이유가 없다. 이마트몰의 신선식품 비중은 29%에 달한다. 오프라인 e마트 24%에 비해서 더 높으며, 계속 상승하고 있다. 신선식품의 높은 고객 로열티를 통해 일반 생활용품 카테고리나 오프라인 매출의 집객에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 최근 쿠팡 등 소셜커머스 업체들과 경쟁 완화는 하반기 이후 수익성 개선 가능성을 높이고 있다. 문제는 물류센터 확보다. Full capa로 가동하고 있는 남부 물류센터의 추가적인 Capa 확대와 동북부를 커버할 물류센터 확보는 이마트몰의 중장기 지속 성장을 위한 필수 과제다.

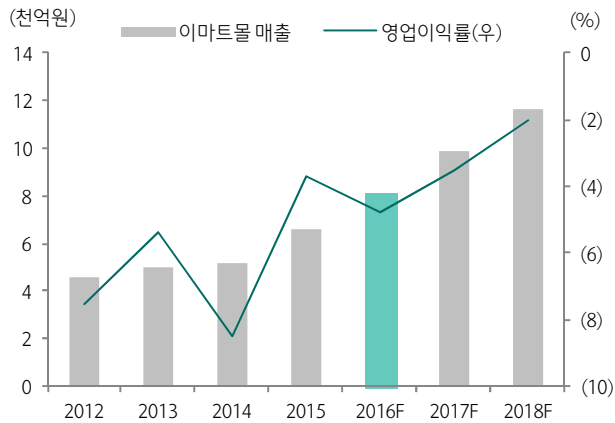
트레이더스 압도적 성장,
2016년 매출 1조 1500억원
(영업이익 330억원) 전망

트레이더스는 압도적 성과를 내고 있다. 2012년 매출 5,640억원(영업적자 2억원)에서 2016년 매출 1조 1500억원(영업이익 330억원) 수준까지 성장할 것으로 예상된다. 2013년 흑자 전환한 이후 올해 영업이익률은 3%까지 상승할 것으로 기대하고 있다. 코스트코와 빅마켓(롯데)과는 차별적인 성장이다. 코스트코와 달리 비회원제/신용카드 범용화로 고객의 폭을 넓혔고, 빅마켓과는 상품믹스(특히 신선식품)와 가격 경쟁력에서 우위에 있다.

2023년 50개 매장에서 매출 6.5조원,
영업이익 4,700억원(OPM 7%) 목표

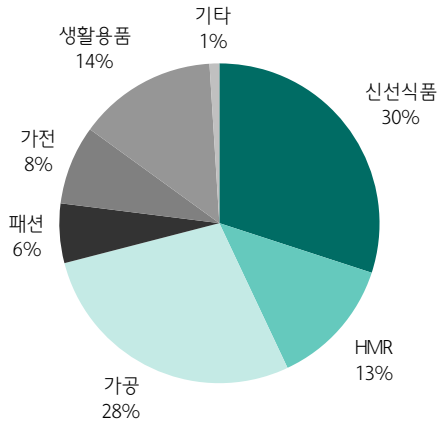
2016년 2분기 기준 매장수는 10개이며, 2023년 50개 매장에서 매출 6.5조원, 영업이익 4,700억원(OPM 7%)을 목표로 하고 있다. SKU는 3,000개로 e마트의 10% 수준에 불과하며, 이마트의 신선식품 경쟁력을 최대한 활용하고, 이마트의 높은 바잉파워로 직수입 비중 및 가격 경쟁력을 높였다. 신선식품 비중은 40%이며, 직간접수입상품이 전체 매출의 50%를 차지하고 있다. 3분기에는 처음으로 두 신규사업의 합산 영업이익이 흑자 전환할 것으로 추정된다.

그림 39. 이마트몰 매출과 영업이익률 추이와 전망



주: 식품 및 생활용품 등 모든 카테고리 포함
자료: 이마트, 하나금융투자

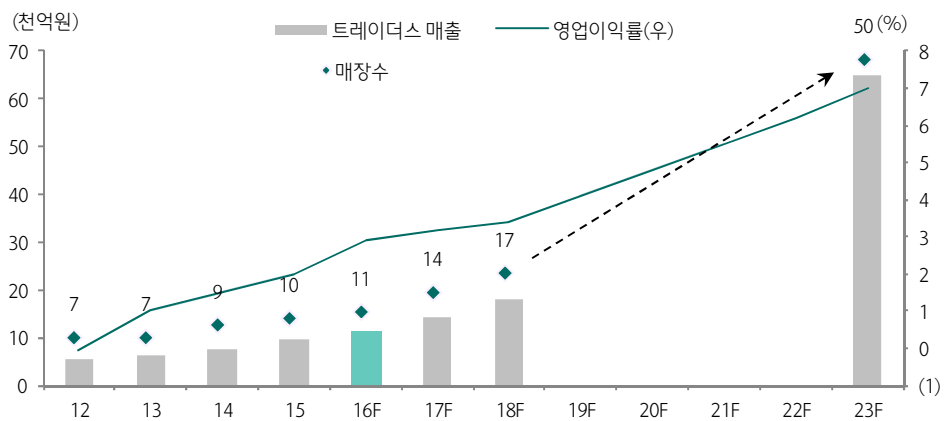
그림 40. 트레이더스 상품군별 매출 비중



주: 식품 및 생활용품 등 모든 카테고리 포함
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 41. 트레이더스 매장수와 실적 전망

2023년 50개 매장에서
매출 6.5조원,
영업이익 4,700억원(OPM 7%)
목표



자료: 이마트, 하나금융투자

③ 소셜커머스와 경쟁 완화

소셜커머스 업체들 적자 한계치 도달

최근 쿠팡의 간판인 '로켓배송'이 지연되는 사례가 꾸준히 목격되고 있다고 한다. 물량은 많고 인력 충원이 부족하다보니 업무량이 가중되고 있기 때문이다. 배송 인력에 대한 내부 투자가 감소하고 있다는 말이다. 배송전쟁과 적자가 한계치에 도달하면서 수익성 개선으로 방향을 선회할 것이라는 뉴스도 나오고 있다.

실제로 2015년 소셜커머스 3사의 감사보고서는 소셜커머스 3사의 재무적 위험성을 여실히 보여주고 있다. 네가지 특징을 주목할 필요가 있다.

2015년 소셜커머스 3사 감사보고서

- 직매입으로 높은 매출 성장률
- 원가에 판매
- 영업적자폭 확대
- 재무 악화

첫째, 매출 성장률이 높았다. 소셜커머스 3사의 합산 매출 성장률은 YoY 145%에 이른다. 직매입 상품 매출이 늘어났기 때문이다. 취급고 성장률은 YoY 45% 수준으로 추정된다. 유통업 특성상 취급고를 사업의 규모로 보는 것이 타당하다면 외형 확대를 논할 때, 매출 성장률에 큰 의미를 둘 필요는 없다.

둘째, 상품을 모두 원가에 팔았다. 3사 상품 매출액은 1조 2,050억원, 상품원가는 1조 2,010억원이다. 심지어 티몬은 상품원가가 더 높다. 판관비는 논외로 하고 파는 동시에 손실이었던 말이다. 그만큼 경쟁이 심했고, 인지도/MS 상승에 전력을 다했다는 말이다.

셋째, 영업적자폭이 커졌다. 적자 규모가 6,560억원이나 증가했다(3사 합산 영업손실 8,310억원). 상품을 원가에 판매하면서도 판관비는 110%나 증가했기 때문이다. 광고선전비가 큰 폭 증가했으며, 배송을 강화하면서 물류비 역시 크게 증가했다. 특히, 쿠팡의 판관비 증가는 두드러진다. 물류창고 등 인프라 확충으로 인건비(급여+용역비)가 2,940억원으로 200% 이상 증가했다.

넷째, 재무적으로 대단히 취약해졌다. 위메프와 티몬은 모두 완전자본잠식 상태인데, 전년대비 그 규모가 더 커졌다. 쿠팡은 전년도 9,200억원 수준 신규 투자(자본금 납입)로 현금 유입이 발생하면서 자본이 커졌지만, 영업현금흐름으로 3,300억원이나 유출되었다. 올해 역시 이에 준하는 손실 규모가 예상된다는 점을 감안하면, 현재 운전자본(유동자산-유동부채) 3,130억원은 넉넉하지 못하다. 위메프와 티몬은 운전자본이 실질적으로 마이너스다. 대체로 매출채권보다 매입채무나 미지급금이 대단히 높다. 벤더들에게 상품 대금을 계속 미루면서, 현금 유동성을 확보하고 있는 것으로 추론할 수 있다. 1년 내에 신규 투자를 받지 못하면 사업을 연속하기 어려워 보인다.

소셜커머스 시장점유율 상승 낙관 어려움으로 신규 투자 유치 곤란

여기서 한가지 주지해야할 사실은, 소셜커머스 업체들의 역마진 정책과 외부 투자 확대 모두 시장점유율 상승, 중장기 30% 이상의 절대적 시장점유율을 염두에 둔 전략이라는 점이다. 2015년 기준 세 회사의 온라인 쇼핑 시장점유율은 각각 5.6%(쿠팡), 4.4%(티몬=위메프)에 불과하다. 시장점유율 30%와는 차이가 크다. 더구나, 최근 11번가, G마켓 등 오픈마켓의 약진과 이마트 등 대형마트의 반격을 감안하면 시장점유율 상승을 낙관하기 어렵다. 외부 투자자 입장에서 신규 투자를 결정하기 쉽지 않다.

온라인 유통 특성상 수익성 개선 난관, 유통을 도구화할 수 있는 자금력이 풍부한 업체들에게 유리한 시장

수익성 개선 전략 역시 가시성이 높지 않다. 온라인 유통의 낮은 진입장벽은 개별 업체들의 수익성을 '제로마진'으로 몰고 간다. 소셜커머스 업체들로서는 공격과 후퇴가 모두 불안하게 되는 것이다. 한편, 이마트에 있어서 이마트몰은 반드시 수익창출 모델일 필요는 없다. BEP만 달성해도 된다. 시장점유율 상승, 고객 점점 확대, 고객 모니터링과 전사적인 마케팅 창구로서 시너지를 추구할 수 있기 때문이다. 온라인 유통은 유통을 도구화할 수 있는 자금력이 풍부한 업체들에게 유리한 게임장이다. 네이버나 11번가, 유통업체 가운데서는 이미 캐시카우를 확보하고 있는 이마트가 그렇다.

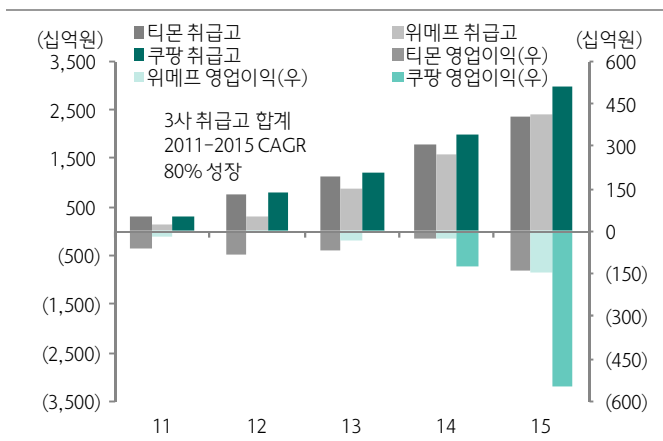
표 7. 소셜커머스 3사 재무제표 요약

(단위: 십억원)

	쿠팡		위메프		티켓몬스터	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
취급고(추정)	2000	3000	1600	2400	1800	2376
매출	348	1134	126	217	157	196
서비스/기타	154	143	118	115	126	83
상품	195	990	8	102	31	113
매출원가	189	989	77	195	28	115
상품	189	989	6	98	28	115
판매비	281	692	78	164	154	223
급여(용역비 포함)	96	294	6	11	41	40
물류(운반)비	18	69	0	5	8	20
광고선전비(판촉비 포함)	39	56	41	105	28	70
영업이익	-122	-547	-29	-142	-25	-142
유동자산	256	868	119	159	91	177
현금성자산	191	657	38	37	60	95
매출채권	17	23	1	9	12	17
재고자산	30	105	4	21	5	23
유동부채	277	554	218	255	181	324
매입채무	34	197	1	17	151	274
미지급금	228	318	212	232	9	28
자본총계	24	424	-82	-115	-87	-224
영업활동현금흐름	28	-330	61	-120	40	-18
투자활동현금흐름	-60	-171	-55	-28	-5	-32
재무활동현금흐름	167	957	-10	148	-1	85

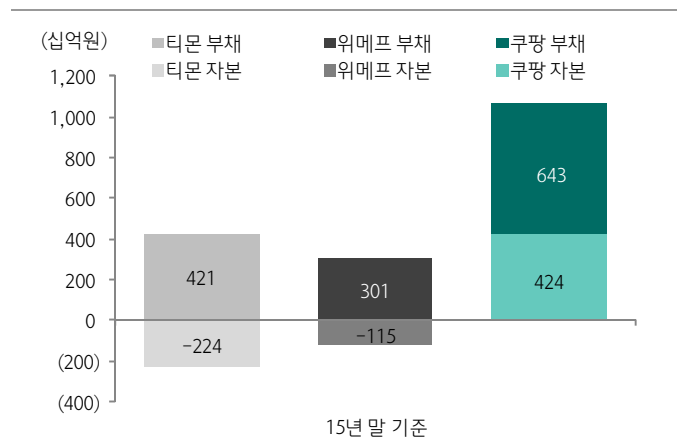
자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

그림 42. 소셜커머스 3사 취급고/영업이익 추이



자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

그림 43. 소셜커머스 3사 부채/자본 현황



자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

부진 사업부문 2015년을 정점으로
영업적자는 크게 줄어들고,
사업 불확실성도 해소 전망

면세점:
김해점 철수, 센텀/인천 정상화로
2017년 매출 5,000억원 BEP

슈퍼:
노브랜드로 전환,
올해 120억원까지 적자 축소

중국사업:
8개 잔여 매장 단계적 철수,
올해 210억원 영업손실 추정

편의점:
올해 영업손실 300억원까지 증가,
2,800개 점포 BEP, 시간소요

④ 부진 사업 불확실성 축소

면세점(조선호텔)과 편의점(위드미), 슈퍼 및 중국 사업은 이마트 실적의 불안요인으로 항상 작용해왔다. 2013년부터 2015년까지 네 사업부문의 영업손실은 지속적으로 증가했으며, 2015년에는 합산 영업손실이 1,150억원이나 되어 실적 부진의 주 요인으로 작용했다. 2015년을 정점으로 영업적자는 크게 줄어들고, 사업의 불확실성도 크게 해소될 것으로 전망한다(2016년 합산 영업손실 880억원 추정). 김해면세점의 높은 임대료 부담, 편의점 초기 높은 고정비 부담, 슈퍼와 중국 부문은 지속적인 외형성장 저하가 영업적자의 원인이 되었다.

면세점은 8월 김해점에서 완전 철수하면서 손실폭을 크게 줄일 것으로 보인다. 파라다이스 호텔에서 이전한 센텀점은 올해 매출 2,500억원의 BEP수준이 가능할 전망이다. 인천공항점 임대료 부담(연간 870억원 추정)에도 불구하고, 연간 면세점 사업부문 영업손실은 250억원(2015년 367억원) 수준으로 감소할 것으로 예상된다. 매출 정상화로 2017년 매출 5,000억원 BEP에 도달할 것으로 추정한다.

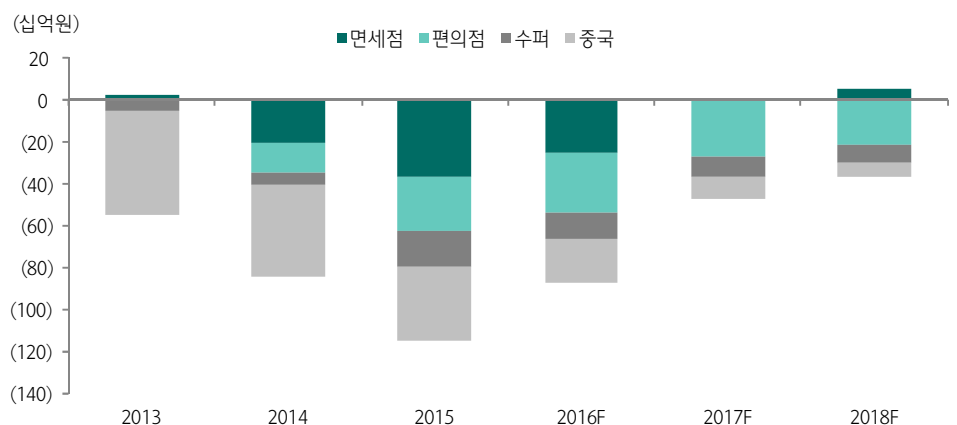
슈퍼 부문은 구조적 업황 부진으로 판단, 현재 220개 점포에서 추가 순증 없이 기존 점포를 프랜차이즈로 전환하거나 노브랜드로 전환을 모색하고 있다. 노브랜드의 소비자 반응이 좋고 SKU가 800개까지 늘어났기 때문에 상대적으로 작은 슈퍼는 노브랜드로 전환이 빠르게 나타날 것으로 예상된다. 전년도 영업적자 170억원을 정점으로 올해는 120억원까지 적자폭이 감소할 것으로 추정한다.

중국 사업은 철수 중이다. 2011년 27개까지 증가했던 대형마트 점포가 전년도 8개까지 줄었으며, 올해 1개를 추가 폐점할 계획이다. 부동산 임대 기한이 닳을 때마다 폐점할 계획이다. 전년도 350억원의 영업적자에 이어 올해는 210억원대까지 손실폭이 감소할 것으로 예상된다.

편의점은 4대 손실 사업 가운데 적자폭이 유일하게 증가하는 사업부문이다. 전년도 영업손실 260억원에 이어 올해 300억원까지 영업손실이 증가할 것으로 추정한다. 전년도 매장수 1,400개, 올해 1,800개까지 증가를 목표하고 있는데, BEP수준 2,800개를 도달하기에는 시간이 좀더 소요될 것으로 보인다.

2015년 합산 영업손실 1150억원을
정점으로 적자폭 축소,
불확실성 해소 전망

그림 44. 부진 사업 부문 영업이익 추이 전망



자료: 이마트, 하나금융투자

2) 중장기 투자 적기, 실적 턴어라운드로 보는 이유

① 중장기 사업 역량의 제고

온라인화와 저성장에 따른 소비패턴의 변화에 가장 유연하게 대응

- 이마트몰: 신선식품 특화
- 트레이더스: 가격 경쟁력 확보
- 노브랜드 등 양질의 PB

이마트는 이마트몰을 통해서 온라인 수요 확대에 대응하고 있다. 이마트의 CA시스템에 기반한 물류(Fulfillment)센터는 최대 경쟁력이다. 쿠팡이 못하는 것이 신선식품 직접 유통이다. 다른 가공식품이나 공산품은 직매입 후 당일배송이 가능하지만, 신선식품은 플랫폼(중개) 역할만 하고 있다. 채소/과일/어류/육류 등 신선식품에 대한 MD 능력과 장기간 대량 재고의 신선도를 유지할 수 있는 설비를 갖추고 있지 못하기 때문이다.

이마트는 국내에서 유통업체 가운데 유일하게 CA시스템을 갖추고 있다. 최근 신선식품 작황이 안좋은 상황에서 6개월 전 저가에 매입한 신선식품을 높은 가격에 판매함으로써 높은 수익을 취할 수 있게 되었다. 신선도를 유지하기 위해 롯데마트는 농산물의 진열기간을 줄이고, 판매가 많은 과일 5개 품목의 당도 기준을 강화하였고, 홈플러스는 '신선 지킴이' 500명을 신규 채용하기도 했지만, 이마트의 시스템을 따라가기는 다소 역부족이다.

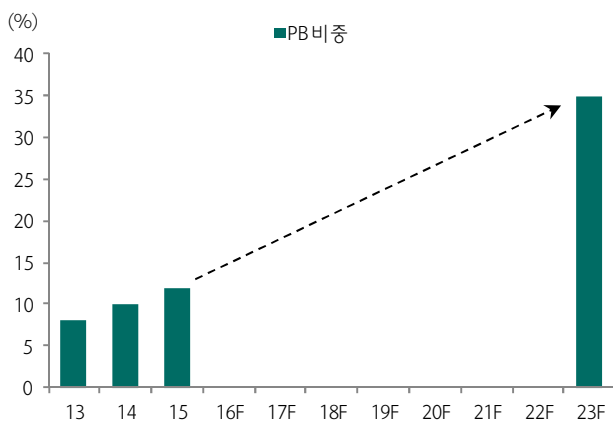
우수한 MD/상품개발/물류 능력으로 유통 역량 제고

창고형 대형마트 트레이더스를 통해 가격 경쟁력 제고에 진력하면서, 코스트코를 넘어서는 가파른 성장세를 구가하고 있다. 피코크, 노브랜드, 데이즈 등 양질의 PB 제품을 잇따라 내놓으면서 고객들로 좋은 반응을 얻고 있다. 특히, 노브랜드는 출시 1년만에 올해 매출 1,000억원에 이를 것으로 보이며, 슈퍼 부문 부진을 극복할 수 있는 대안으로 제시되고 있다.

복합쇼핑몰 하남 스타필드를 통해 쇼핑과 함께 레저 수요를 충족시키고자 하는 리테일먼트(Retailment) 전략을 본격화하고 있다.

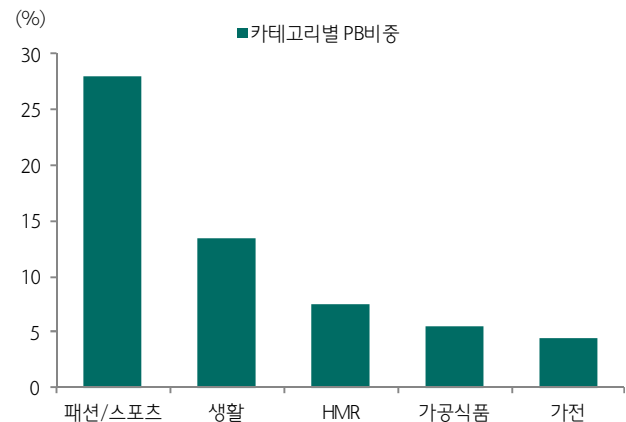
종합적으로 볼 때, 이마트는 온라인화와 저성장에 따른 소비패턴의 변화에 가장 유연하게 대응하고 있으며, 우수한 MD/상품개발/물류 능력으로 집객과 매출확대 및 수익성 등 제반 성과를 낼 수 있는 역량과 인프라를 확보하고 있다고 평가한다.

그림 45. 이마트 중장기 PB 비중



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 46. 이마트 카테고리별 PB 비중



자료: 이마트, 하나금융투자

② 대형투자 Peak out, 2018년 순현금흐름으로 전환 전망

연간 Capex 2016년 1.1조원, 2018년
부터 약 9,000억원으로 감소

이마트는 2015년까지 스타필드, 삼송복합쇼핑몰, 트레이더스 등 투자 확대로 Capex가 1.4조원 규모까지 증가했다. 2016년부터는 트레이더스 이외 신규 점포 투자비는 없다. 트레이더스는 실적과 고객 반응이 워낙 좋기 때문에 애초 계획보다 투자가 빨라지고 있을 뿐이다. 연간 Capex는 2016년 1.1조원, 2018년부터는 약 9,000억원으로 감소하면서 순현금흐름으로 전환이 가능할 전망이다.

③ 밸류에이션과 절대 주가 최저점

올해 연간 영업이익은 3년만에
증익 전환 가능성

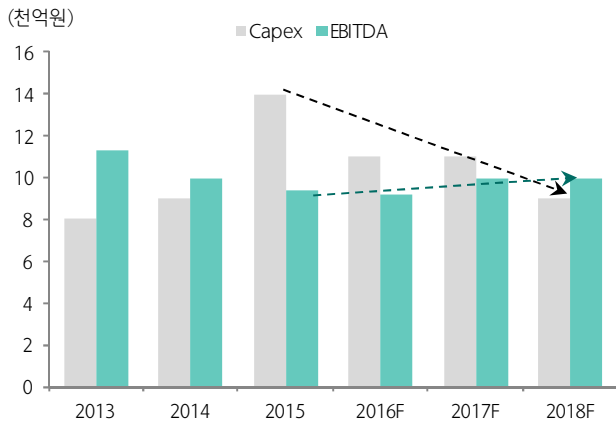
반면, 절대 주가와 밸류에이션은 역대 최저치에 있다. 전반적인 소비패턴과 컨슈머시장의 변화가 메이저 유통업체에게 불리한 방향으로 전개되면서 밸류에이션이 하락했고, 정부 규제와 소비둔화, 경쟁심화와 신규 사업 비용부담으로 실적 부진이 지속되면서 EPS가 하락했기 때문이다.

3분기 전년도 높은 베이스에도 불구하고 매출과 영업이익이 YoY (+)로 돌아설 가능성이 크다. 4분기는 기저효과로 이익 증가폭이 YoY 20%를 넘어설 것으로 보이며, 올해 연간 영업이익은 3년만에 증익 전환할 것으로 추정한다.

하반기 이후 추세적인 실적과 펀더멘
탈의 개선 전망

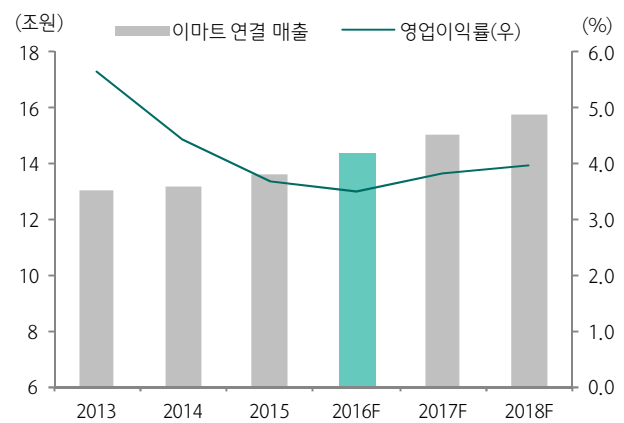
2016년 하반기 이후 기존 사업 시장점유율 상승과 비용구조 개선, 신규 사업 안정화, 부진 사업 구조조정으로 추세적인 실적과 펀더멘탈의 개선이 가능할 것으로 기대한다. 올해 연간 연결 매출과 영업이익은 각각 전년대비 5.8%, 0.2% 성장한 14조 4,320억원과 5,050억원 수준이 가능할 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 11.4배로 역대 최저 밸류에이션과 주가 수준에 있다. 긴 호흡에서 저점 매수를 추천한다.

그림 47. 이마트 Capex와 EBITDA 추이와 전망



자료: 이마트, 하나금융투자

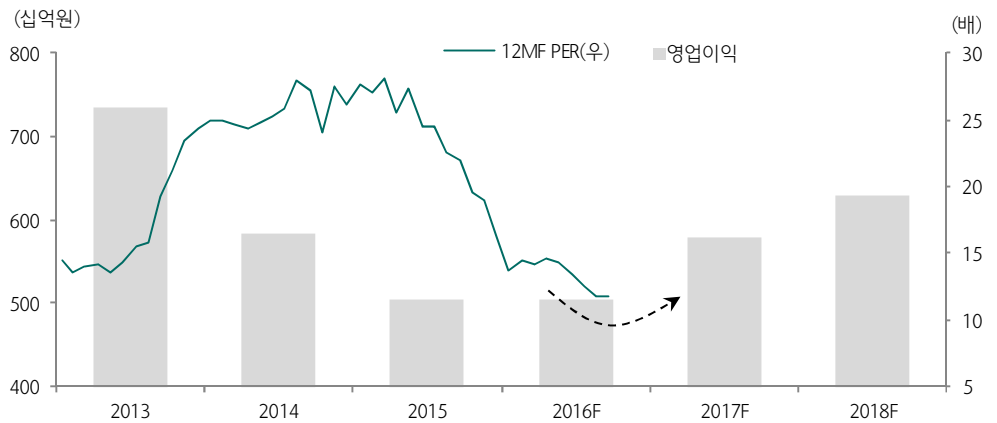
그림 48. 이마트 연결 매출과 영업이익률 전망



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 49. 12MF PER과 연간 영업이익 추이와 전망

밸류에이션과 절대 추가 최저점,
추세적 실적/편더멘탈
개선 가능성, 저점 매수 유효



자료: 이마트, 하나금융투자

4. 신세계푸드: 숫자가 찍히기 시작한다

1) DNA의 진화

과거 '이마트 내 소싱 확대를 통한 안정적 성장'에서 '적극적 투자에 입각한 식품 제조 매출 고성장'으로 무게 중심 변화

신세계푸드의 DNA는 진화하고 있다. 과거 '이마트 내 소싱 확대를 통한 안정적 성장'에서 '적극적 투자에 입각한 식품 제조매출 확대'으로 무게 중심이 옮겨가고 있다. 이마트의 PL(Private Label)제품에 대한 공격적 투자는 지속될 공산이 크다. 기업 가치 증대를 위해 PL 제품 비중 확대는 필연적이기 때문이다. 통상적으로 PL 제품은 중간 유통마진, R&D 비용, 마케팅 비용 축소를 가능하게 함으로써 NB(National Brand, 제조업체 브랜드)제품 대비 매출총이익률이 300~400bp 높다. 중장기 이마트의 PL 제품 비중 확대 계획에 따라 신세계푸드의 식품 제조 매출은 큰 폭 증가할 것으로 예상된다. PL 제품은 가격경쟁력을 바탕으로 3rd-Tier 업체들의 점유율을 잠식해 나갈 것으로 전망한다. 이에 점유율 상위 제조업체와 하위 제조업체 간 점유율 갭 차이는 점차 확대될 것으로 판단된다.

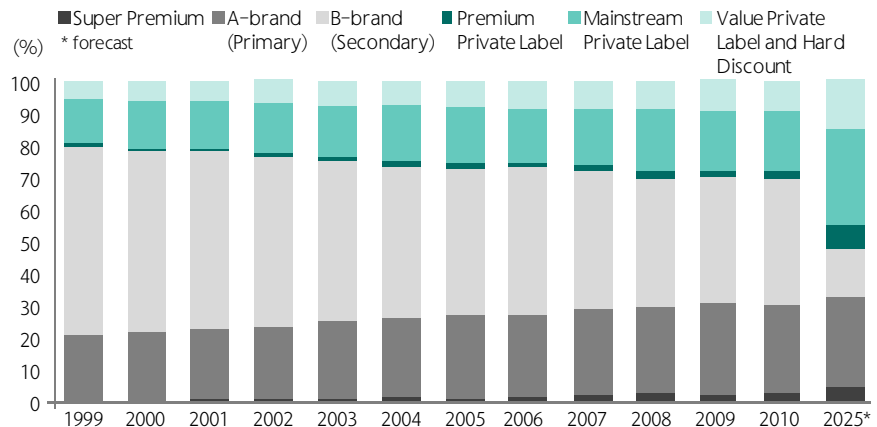
올초 신세계그룹은 최성재 이마트 영업총괄부문 식품본부장 부사장을 신세계푸드 대표이사로 신규 선임했다. 또한 신세계푸드 임원 8명 가운데 5명이 이마트 출신으로 교체되었다. 이마트 PL '피코크'의 개발 및 판매를 주도해 온 임원들로, 신세계푸드의 자체 제품 개발 역량과 이마트와의 시너지를 극대화하기 위한 포석으로 풀이된다. 신세계그룹은 신세계푸드를 2023년 매출액 5조원 회사로 키우겠다는 청사진을 제시했다. '음성공장 증축'과 '세린식품', '스무디킹코리아' 인수는 제조 역량 강화를 위한 포석이며 추가 인수합병 가능성도 배제할 수 없다.

실적 개선에 기반한 주가 상승 전망

2015년 신세계푸드 주가는 연초 주당 12만원에서 24만원까지 급등했다. 이마트의 공격적 투자에 기반한 신세계푸드의 실적 개선 기대감이 반영되었기 때문이다. 그러나 2015년 캡티브 제조매출은 2014년과 유사한 250억원에 그쳤다. 음성공장은 가동률 저조로 큰 폭 적자를 시현했다. 실적에 대한 실망감으로 주가도 원상 복귀 되었다. 작년은 단순 '기대감'으로 주가가 상승했다면, 하반기부터는 숫자가 찍히기 시작하며 '실적 개선'에 기반한 주가상승이 전망된다.

그림 50. PL 제품은 가격경쟁력을 바탕으로 3rd-tier 업체의 점유율 잠식할 것으로 전망

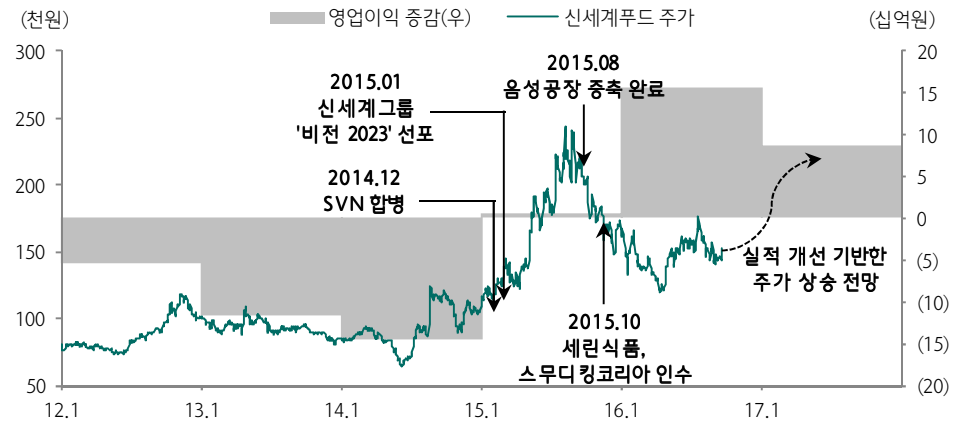
3rd-tier 제조업체의 점유율은
2010년 40% → 2025년 13%로
하락 전망



자료: Grail Research, 하나금융투자

그림 51. 신세계푸드 주가 추이

'실적 개선'에 기반한 주가 상승 전망



자료: 하나금융투자

2) 그룹사 캡티브 매출, 얼마나 클 수 있나?

2020년 신세계푸드 제조 매출액은
1조원에 육박할 것으로 전망

신세계푸드는 2015년 그룹 향 제조매출 250억원을 시현했다. 올해 캡티브 제조 매출액을 570억원으로 추정한다. 9월부터 이마트 PL ‘노브랜드(No Brand)’ 및 자체 브랜드 ‘올반’의 공격적 제품 라인업 확대와 홈쇼핑, 면세점 등 채널 다각화가 진행 되었음을 감안시 하반기 갈수록 매출 성장세는 부각될 전망이다.

중장기 신세계푸드의 캡티브 매출을 추정하기 위해서는 이마트의 PL 매출 전망이 전제되어야 한다. 2015년 기준 이마트의 가공식품 매출액(HMR 포함, 신선 제외)은 3조 8천억원으로 추산된다. 가공식품의 PL 매출 기여는 6%로 파악된다. 가공식품 PL 매출액은 2,350억으로 추정된다. 이마트의 매입 원가를 70% 가정시, 2015년 이마트 PL 매출 대비 신세계푸드의 제조 비중은 15%로 판단된다.

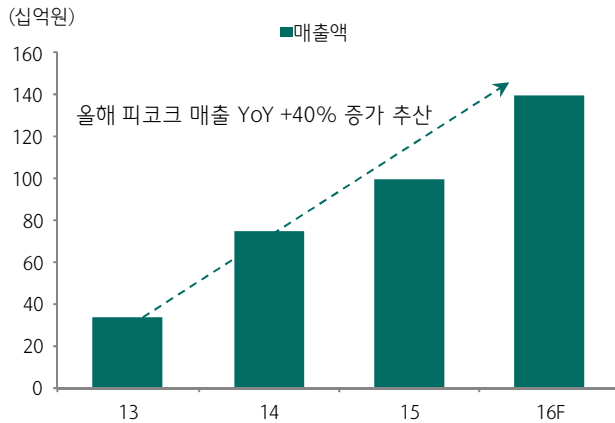
이마트의 식품(가공+HMR+신선) PL 비중이 20%임을 감안시, 2020년 가공식품 PL 매출액은 1조 2천억원에 육박할 것으로 예상된다. 웬만한 식품 업체의 매출 규모를 능가하는 수치다. 신세계푸드의 제조 매출 비중을 50%로 가정할 경우, 2020년 신세계푸드의 매출액 및 영업이익은 각각 4,700억원, 235억원으로 추산된다. 적정 가치는 2,900억원(현재가치로 할인)으로 판단되어 신세계푸드 시가총액의 60%를 설명 가능하다.

표 8. 신세계푸드 제조 매출 실적 추정

	15	16F	17F	18F	19F	20F	23F
이마트 매출액	11,148.9	11,655.4	12,235.2	12,881.2	13,525.2	14,201.5	15,974.7
YoY %	2.9%	4.5%	5.0%	5.3%	5.0%	5.0%	
가공식품 매출	3,790.6	4,021.1	4,282.3	4,572.8	4,869.1	5,183.5	6,070.4
가공식품 비중 %	34.0%	34.5%	35.0%	35.5%	36.0%	36.5%	38.0%
가공식품 PL 매출	235.0	369.9	543.9	740.8	959.2	1,202.6	1,517.6
가공식품 PL 비중 %	6.2%	9.2%	12.7%	16.2%	19.7%	23.2%	25.0%
신세계푸드 제조 매출	35.3	81.4	163.2	274.1	422.1	601.3	910.6
신세계푸드 제조 비중	15.0%	22.0%	30.0%	37.0%	44.0%	50.0%	60.0%
** 신세계푸드 실적 추정							
매출액	24.7	57.0	117.5	202.8	320.8	469.0	682.9
YoY %		130.9%	106.2%	72.7%	58.1%	46.2%	
영업이익		1.7	4.7	10.1	16.0	23.5	34.1
OPM %		3.0%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
순이익		1.4	3.8	8.1	12.8	18.8	27.3
적정가치(Target PER 25배)			94.0	202.8	320.8	469.0	682.9
현재가치(D=10%)			77.7	152.4	219.1	291.2	318.6

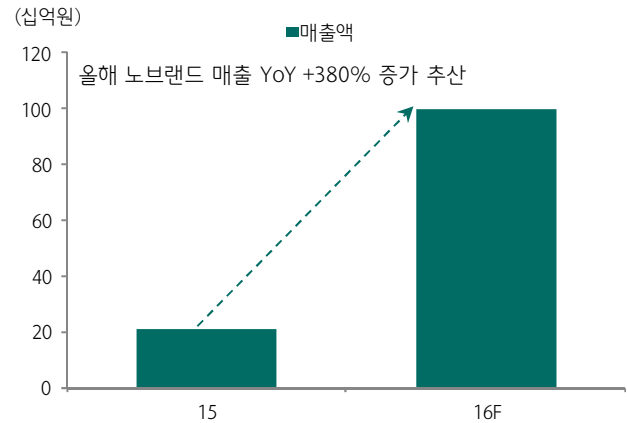
기타: 이마트 식품 매출은 가공 및 HMR 합산 금액, 신선 매출은 제외
자료: 하나금융투자

그림 52. 이마트 '피코크' 매출 추이



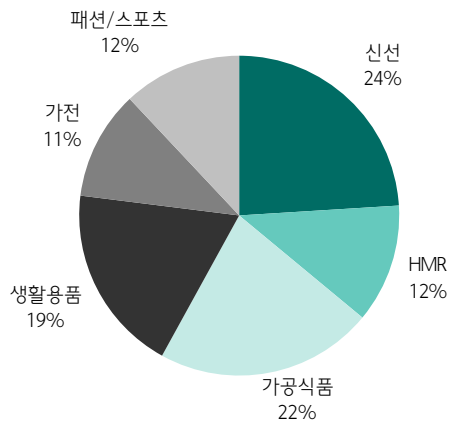
주: 식품 및 생활용품 등 모든 카테고리 포함
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 53. 이마트 '노브랜드' 매출 추이



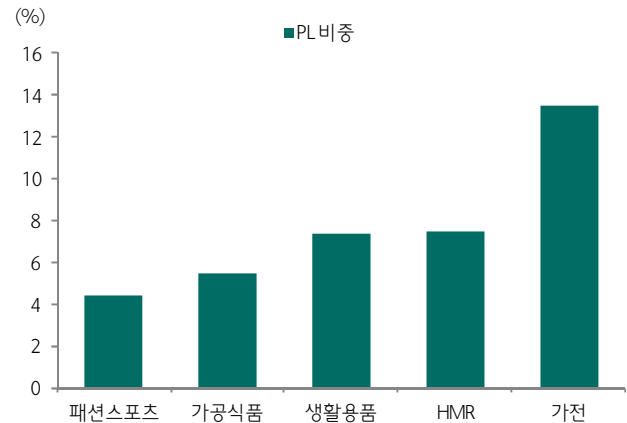
주: 식품 및 생활용품 등 모든 카테고리 포함
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 54. 이마트 카테고리별 매출 비중



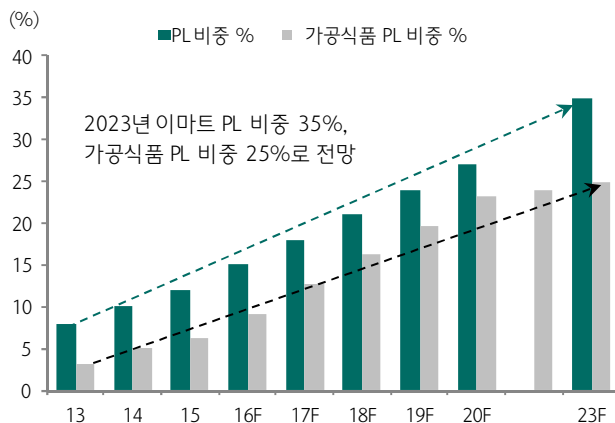
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 55. 이마트 카테고리별 PL 비중



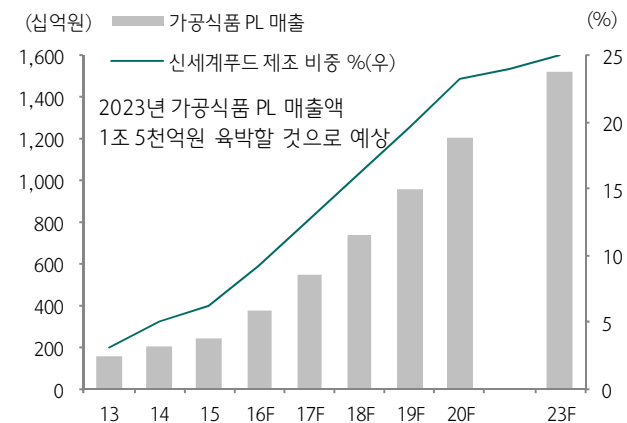
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 56. 이마트 PL 매출 비중 전망



자료: 하나금융투자

그림 57. 가공식품 PL 매출 빠르게 증가 전망



자료: 하나금융투자

3) 자체 브랜드 역량 강화 및 인수합병 가능성은 +α 요인

9월부터 '올반' SKU 확대,
인수합병 가능성도 높아

신세계푸드 자체 브랜드인 '올반'의 성장 가능성은 +α 요인이다. '올반'은 기존 외식에서 가정간편식(올반 키친), 음료(올반 베버리지), 신선 편의식품(올반 프레시), 스낵(올반 스낵), 식품 편집숍(올반 카페), 비식품(올반 라이프)으로 영역이 확장된다. 9월 SKU 15개가 출시되었으며 연내 100여개로 확대시킬 계획이다. 올반은 이마트 PL 제품과는 달리 유통 채널에 제약이 없어 시장 안착시 이익 레버리지가 기대된다.

자체 브랜드 역량 강화와 더불어 추가 인수합병 가능성은 기업가치를 제고시킬 수 있는 요인이다. 언론 보도에 따르면, 신세계푸드는 향후 3년 동안 2천억원 이상을 투자할 계획이다. 연간 유지보수 비용이 230억원 내외임을 감안시 최소 1천억원 이상의 신규 투자는 이루어질 전망이다. 대부분의 투자는 제조 역량 강화에 사용될 것으로 판단한다.

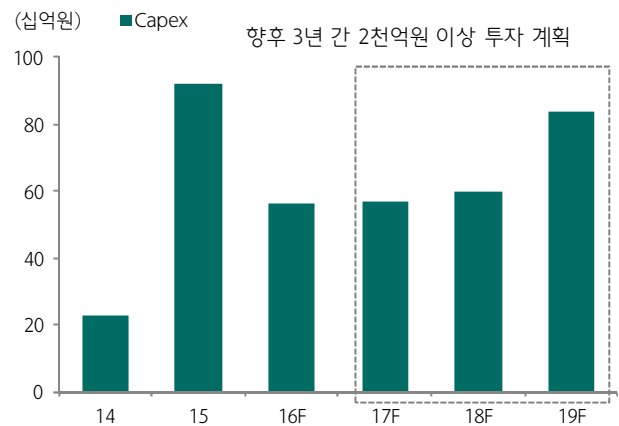
2016년 상반기 기준 신세계푸드의 순차입금은 840억원이다. 부채비율은 76%에 불과해 안정적인 재무 구조를 보유하고 있다. 참고로, 당사 커버리지 식품 업체들의 평균 부채비율은 100%이다. 2016년 기준 신세계푸드의 Ebitda는 500억원을 상회할 것으로 추산되는 만큼 1천억원 추가 차입을 가정하더라도 재무적으로 무리 없을 전망이다.

그림 58. 신세계푸드 자체 브랜드 '올반'



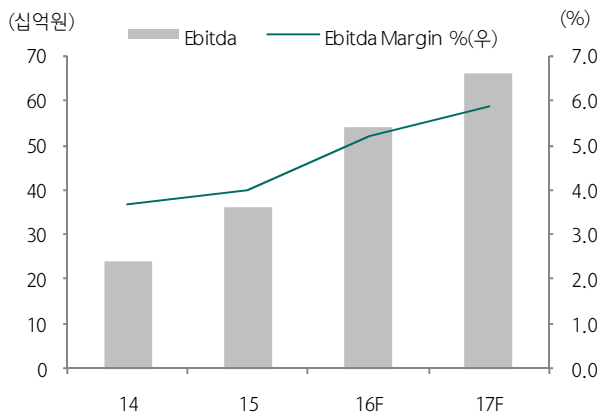
자료: 하나금융투자

그림 59. 신세계푸드 Capex 투자 계획



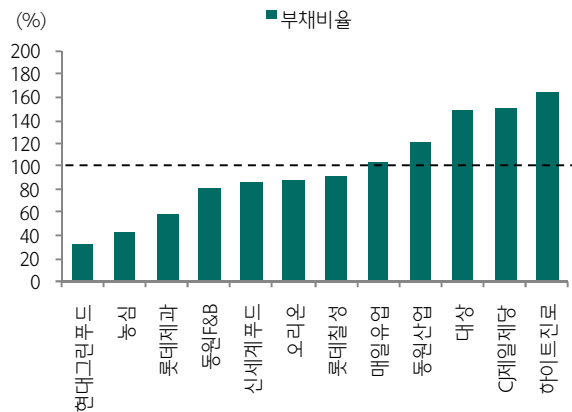
자료: 하나금융투자

그림 60. 신세계푸드 16년 예상 Ebitda 540억원 추정



자료: 하나금융투자

그림 61. 식품 Peer 부채비율 현황



자료: 하나금융투자

4) 실적 전망: 기초 체력 회복 및 제조 매출 확대

3분기도 호실적 전망

실적 개선의 Key는 본업의 기초 체력 회복과 제조 매출 증가에 따른 외형 확대다. 급식 사업부는 3월 말 단가 인상(주요 계열사 및 일부 고객사 3.7% 인상)에 기인해 Cash Cow로의 역할 수행이 기대된다. 9월 오픈한 하남 스타필드에도 급식장이 오픈된 만큼 온기 반영될 내년은 견조한 실적 개선이 예상된다. 외식 사업부의 영업적자도 축소 추세다. 2015년 100억 원에 육박하는 영업 손실을 시현 했으나, 고원가울 브랜드(ex. 베이키안누보) 및 일부 적자 점포 스크랩에 기인해 적자 폭은 빠르게 감소하고 있다. 올해 외식 사업부 영업적자는 전년 대비 큰 폭 감소한 65억원으로 추정한다.

전년 증설을 마무리한 음성 공장은 5월 손익분기점을 돌파 이후, 3분기 흑자 전환에 성공할 것으로 판단된다. 9월 '노브랜드' 및 '올반' 브랜드의 공격적 제품 라인업 확대 및 홈쇼핑, 면세점 등 채널 다각화에 기반한 견조한 제조 매출 성장세가 전망된다. 음성 공장 가동률은 하반기 갈수록 점진적 상승할 것이다.

3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2,629억원(YoY +11.2%), 80억원(YoY +1168.6%)으로 추정한다. 3분기도 유의미한 실적 개선세가 전망된다.

표 9. 신세계푸드 연결 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	15	16F	17F
매출액	210.7	220.8	236.4	238.5	245.6	260.8	262.9	260.5	906.4	1,040.0	1,136.8
식음사업	133.2	141.6	146.3	153.6	148.7	157.9	160.6	162.6	573.5	629.8	673.2
식품사업	74.8	76.2	87.1	82.1	92.5	106.3	99.1	94.7	320.2	392.6	450.5
물류 등	2.7	2.9	3.0	3.1	3.0	3.3	3.2	3.3	11.8	12.7	13.0
YoY	32.6%	40.7%	48.8%	34.4%	16.6%	18.1%	11.2%	9.2%	39.0%	14.7%	9.3%
식음사업	127.5%	122.0%	152.2%	88.8%	11.7%	11.5%	9.8%	5.9%	-2.1%	9.8%	6.9%
식품사업	-4.1%	9.1%	16.9%	20.6%	23.7%	39.5%	13.8%	15.4%	10.2%	22.6%	14.8%
물류 등	13.8%	4.7%	9.7%	5.9%	9.4%	12.4%	5.0%	5.0%	8.3%	7.9%	2.2%
영업이익	4.6	5.1	0.6	(1.7)	0.7	8.0	8.0	8.4	8.7	25.1	33.8
(%YoY)	TB	37.2%	-83.5%	TR	-85.7%	56.4%	1168.6%	TB	7.0%	187.5%	34.5%
OPM	2.2%	2.3%	0.3%	-0.7%	0.3%	3.1%	3.1%	3.2%	1.0%	2.4%	3.0%
세전이익	4.8	4.9	0.9	(2.7)	0.4	8.3	7.8	8.3	7.9	24.8	33.4
(%YoY)	-823.5%	47.2%	-80.6%	2454.8%	-90.7%	67.8%	771.0%	TB	9.8%	212.8%	34.4%
(지배)순이익	3.6	4.0	0.7	(1.7)	0.7	6.4	6.4	6.8	6.7	20.2	26.0
(%YoY)	-601.8%	41.1%	-69.9%	392.5%	-81.8%	60.8%	771.0%	TB	59.1%	202.8%	28.5%
NPM	1.7%	1.8%	0.3%	-0.7%	0.3%	2.5%	2.4%	2.6%	0.7%	1.9%	2.3%

자료: 하나금융투자

Top Picks

CJ제일제당(097950)

41

이마트(139480)

43

신세계푸드(031440)

46

2016년 9월 27일

CJ제일제당(097950)

마진 Level-up은 끝나지 않았다

가공식품 사업부 가치가 시가총액 68% 설명 가능

중장기 가공식품 사업부의 추가적 마진 Level-up이 가능할 것으로 전망한다. 2~3년 내 가공식품 사업부의 영업마진은 300~400bp 개선 가능할 것으로 추정한다. ① 2014년부터 출시 중인 '대형 신제품'의 매출 기여 확대와, ② 수출 증가에 따른 규모의 경제가 근거다. ③ CJ제일제당과 유사한 포트폴리오를 보유한 Kraft-Heinz 사례 감안시 Cash Cow(장류, 조미료)의 추가 점유율 개선 여지가 충분하며, ④ 판관비 감축에 따른 이익 레버리지가 본격화될 것으로 판단한다. 2020년 가공식품 사업부 가치는 5조 4,200억원(Target Multiple 보수적으로 16배 적용)으로 판단한다. 현재가치 할인시 시가총액의 68%를 설명 가능해 현재 저평가 되었다고 판단한다.

바이오 사업부 제품 포트폴리오 다변화에 주목

아미노산 생산 업체인 '하이더', '메타볼릭스' 인수를 통해 기존 식용 및 사료 첨가제에서 의약품까지 아미노산 포트폴리오를 확장하고 있다. 라이신 매출 비중은 2010년 70%→2016년 45%→2020년 35%로 점진적 축소될 전망이다. 단기 라이신 판가 움직임 보다는 중장기 포트폴리오 다각화에 따른 이익 가시성 향상에 주목해야 할 시점이다. 단기적으로는 하반기 가동률이 낮았던 중국 심양 공장에서 시스템인을 호환 생산 함으로써 가동률 개선이 가능할 전망이다.

3분기 호실적 감안한 매수 유효

① 3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3조 6,993억원(YoY +9.9%), 2,481억원(YoY +11.5%)으로 추정한다. 물류 제외 매출액 및 영업이익은 각각 2조 3,553억원(YoY +8.2%), 1,917억원(YoY +8.3%)으로 예상되어 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. ② 중장기 식품 사업부의 마진 Level-up 및 바이오 부문의 라이신 의존 감소로 이익 가시성은 점차 높아질 것으로 판단한다. ③ 현 주가는 17년 예상 PER 13.8배에 거래 중으로 밸류에이션도 매력적이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 510,000원 | CP(9월26일): 371,000원

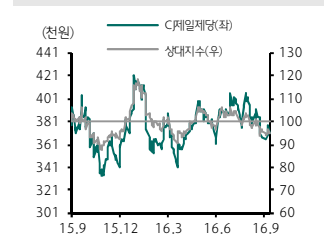
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,047.11
52주 최고/최저(원)	422,500/334,000
시가총액(십억원)	4,883.1
시가총액비중(%)	0.41
발행주식수(천주)	13,161.9
60일 평균 거래량(천주)	38.3
60일 평균 거래대금(십억원)	14.8
16년 배당금(예상, 원)	2,500
16년 배당수익률(예상, %)	0.67
외국인지분율(%)	24.87
주요주주 지분율(%)	
CJ 외 6인	37.81
국민연금	13.18
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.6) 3.3 (0.1)
상대	(4.1) 0.1 (5.2)

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	14,582.3	15,817.1
영업이익(십억원)	884.5	1,001.0
순이익(십억원)	416.4	496.1
EPS(원)	21,770	26,508
BPS(원)	242,257	267,461

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	11,701.8	12,924.5	14,462.5	15,937.4	17,531.1
영업이익	십억원	579.9	751.4	910.1	1,004.7	1,209.6
세전이익	십억원	243.0	364.8	655.1	747.0	965.9
순이익	십억원	92.0	189.3	325.2	390.4	497.1
EPS	원	6,369	13,073	22,445	26,944	34,311
증감율	%	(21.3)	105.3	71.7	20.0	27.3
PER	배	48.12	28.88	16.53	13.77	10.81
PBR	배	1.44	1.69	1.52	1.38	1.24
EV/EBITDA	배	11.20	10.12	8.81	8.11	6.98
ROE	%	3.13	6.18	9.89	10.81	12.37
BPS	원	213,385	223,904	243,848	268,350	300,219
DPS	원	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500



음식료 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	11,701.8	12,924.5	14,462.5	15,937.4	17,531.1
매출원가	9,258.4	10,038.4	11,135.6	12,271.8	13,463.9
매출총이익	2,443.4	2,886.1	3,326.9	3,665.6	4,067.2
판매비	1,863.4	2,134.6	2,416.8	2,660.8	2,857.6
영업이익	579.9	751.4	910.1	1,004.7	1,209.6
금융손익	(229.7)	(263.4)	(163.6)	(175.5)	(162.1)
종속/관계기업손익	0.9	21.3	78.8	70.9	63.8
기타영업외손익	(108.1)	(144.5)	(170.2)	(153.1)	(145.5)
세전이익	243.0	364.8	655.1	747.0	965.9
법인세	105.1	111.1	220.8	227.8	304.8
계속사업이익	137.9	253.7	434.3	519.2	661.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	137.9	253.7	434.3	519.2	661.1
비지배주주지분 손이익	45.9	64.4	109.1	128.8	164.0
지배주주순이익	92.0	189.3	325.2	390.4	497.1
지배주주지분포괄이익	120.7	174.1	338.8	404.9	515.7
NOPAT	329.0	522.5	603.4	698.3	827.9
EBITDA	1,027.5	1,235.0	1,419.1	1,515.1	1,723.2
성장성(%)					
매출액증가율	7.9	10.4	11.9	10.2	10.0
NOPAT증가율	69.8	58.8	15.5	15.7	18.6
EBITDA증가율	41.4	20.2	14.9	6.8	13.7
영업이익증가율	67.8	29.6	21.1	10.4	20.4
(지배주주)순이익증가율	(21.2)	105.8	71.8	20.0	27.3
EPS증가율	(21.3)	105.3	71.7	20.0	27.3
수익성(%)					
매출총이익률	20.9	22.3	23.0	23.0	23.2
EBITDA이익률	8.8	9.6	9.8	9.5	9.8
영업이익률	5.0	5.8	6.3	6.3	6.9
계속사업이익률	1.2	2.0	3.0	3.3	3.8

투자지표

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	6,369	13,073	22,445	26,944	34,311
BPS	213,385	223,904	243,848	268,350	300,219
CFPS	67,297	80,925	93,704	98,879	113,282
EBITDAPS	71,168	85,310	97,952	104,567	118,931
SPS	810,471	892,774	998,227	1,099,937	1,209,931
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가지표(배)					
PER	48.1	28.9	16.5	13.8	10.8
PBR	1.4	1.7	1.5	1.4	1.2
PCFR	4.6	4.7	4.0	3.8	3.3
EV/EBITDA	11.2	10.1	8.8	8.1	7.0
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	3.1	6.2	9.9	10.8	12.4
ROA	0.7	1.4	2.3	2.6	3.2
ROIC	3.3	5.1	5.8	6.5	7.6
부채비율	170.4	155.4	149.0	141.4	132.4
순부채비율	107.1	92.9	86.7	74.8	61.6
이자보상배율(배)	2.9	4.2	5.2	5.7	7.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	3,973.3	4,018.5	4,342.9	4,994.3	5,782.7
금융자산	683.4	777.4	716.9	999.2	1,388.8
현금성자산	436.0	529.8	439.8	693.9	1,052.9
매출채권 등	1,875.6	1,770.8	1,981.5	2,183.5	2,401.9
재고자산	1,065.6	1,097.6	1,228.2	1,353.4	1,488.8
기타유동자산	348.7	372.7	416.3	458.2	503.2
비유동자산	9,409.3	9,732.8	10,061.7	10,135.7	10,238.3
투자자산	695.9	739.6	827.6	912.0	1,003.2
금융자산	552.0	527.2	589.9	650.1	715.1
유형자산	6,383.9	6,690.2	7,014.7	7,082.6	7,167.5
무형자산	1,750.9	1,737.3	1,653.8	1,575.5	1,502.0
기타비유동자산	578.6	565.7	565.6	565.6	565.6
자산총계	13,382.5	13,751.3	14,404.6	15,130.1	16,021.1
유동부채	4,122.4	4,335.7	4,487.2	4,630.4	4,789.1
금융부채	2,494.7	2,613.0	2,565.9	2,518.6	2,471.6
매입채무 등	1,431.8	1,584.3	1,772.8	1,953.6	2,148.9
기타유동부채	195.9	138.4	148.5	158.2	168.6
비유동부채	4,310.2	4,030.3	4,133.1	4,231.7	4,338.3
금융부채	3,488.4	3,166.1	3,166.1	3,166.1	3,166.1
기타비유동부채	821.8	864.2	967.0	1,065.6	1,172.2
부채총계	8,432.7	8,366.0	8,620.3	8,862.1	9,127.4
지배주주지분	2,984.9	3,143.1	3,432.9	3,788.0	4,249.7
자본금	72.3	72.4	72.4	72.4	72.4
자본잉여금	914.3	922.8	922.8	922.8	922.8
자본조정	(299.2)	(295.2)	(295.2)	(295.2)	(295.2)
기타포괄이익누계액	110.2	108.9	108.9	108.9	108.9
이익잉여금	2,187.2	2,334.2	2,624.0	2,979.1	3,440.8
비지배주주지분	1,965.0	2,242.1	2,351.3	2,480.0	2,644.0
자본총계	4,949.9	5,385.2	5,784.2	6,268.0	6,893.7
순금융부채	5,299.6	5,001.7	5,015.1	4,685.5	4,248.9

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	688.6	1,154.6	1,053.3	1,124.8	1,250.1
당기순이익	137.9	253.7	434.3	519.2	661.1
조정	701.6	819.2	702.5	685.7	675.5
감가상각비	447.6	483.6	509.1	510.4	513.6
외환거래손익	0.0	0.0	38.0	23.6	18.4
지분법손익	(0.9)	(21.3)	0.0	0.0	0.0
기타	254.9	356.9	155.4	151.7	143.5
영업활동 자산부채 변동	(150.9)	81.7	(83.5)	(80.1)	(86.5)
투자활동 현금흐름	(537.2)	(693.0)	(884.3)	(612.8)	(634.9)
투자자산감소(증가)	(86.0)	(43.7)	(88.0)	(84.4)	(91.2)
유형자산감소(증가)	(437.3)	(644.2)	(750.0)	(500.0)	(525.0)
기타	(13.9)	(5.1)	(46.3)	(28.4)	(18.7)
재무활동 현금흐름	(141.4)	(364.5)	(259.2)	(257.8)	(256.2)
금융부채증가(감소)	97.9	(203.9)	(47.1)	(47.3)	(47.0)
자본증가(감소)	14.8	8.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(217.0)	(126.9)	(176.7)	(175.1)	(173.8)
배당지급	(37.1)	(42.2)	(35.4)	(35.4)	(35.4)
현금의 증감	4.1	93.8	(90.1)	254.2	359.0
Unlevered CFO	971.7	1,171.5	1,357.6	1,432.7	1,641.4
Free Cash Flow	214.3	481.1	303.3	624.8	725.1

2016년 9월 27일

이마트(139480)

한국 유통시장 변화를 주도하다

3분기 이후 실적 개선: MS 상승, 신사업호조, 경쟁완화

3분기 이마트 연결 매출과 영업이익은 전년동기대비 각각 7.6%, 2.4% 성장한 3조 9,620억원과 1,980억원 수준이 가능할 전망이다. 면세점과 중국 법인의 기저효과도 있지만, e마트(대형마트)와 트레이더스 이마트몰의 선전을 주목할 필요가 있다. e마트의 7~8월 기준점 성장률은 각각 YoY 4.7%, 0.7%로 전체 대형마트 기준점 성장률(2.1%, 0% 추정)을 넘어서는 양호한 모습이다. 경쟁업체들이 수익성 개선으로 전략을 수정하고 있으며, 이마트의 제품력과 가격 경쟁력이 우위에 있기 때문으로 분석된다. 이마트몰의 적자 증가에도 불구하고 트레이더스 선전으로 3분기부터 신사업부문(이마트몰+트레이더스)이 흑자로 전환할 가능성도 크다. 이마트몰 역시 신선식품 높은 경쟁 우위를 바탕으로 중장기 전망은 긍정적이다. 면세점과 슈퍼 등 부진 사업 역시 구조조정 영향으로 적자 규모가 감소하고 있다.

중장기 사업 역량의 제고 주목 필요

이마트는 온라인화와 저성장에 따른 소비패턴의 변화에 가장 유연하게 대응하고 있는 대형 유통업체다. 우수한 MD/상품개발/물류 능력으로 유통 역량을 제고시키면서 중장기 국내 유통시장 주도권을 확보할 것으로 예상된다. 이마트몰은 CA시스템을 기반, 신선식품 특화된 온라인 유통 모델로 고객 로열티를 높이고 있으며, 트레이더스는 개방형 모델로 고객들과 접점을 확대하면서 높은 가격경쟁력과 소싱능력으로 고성장을 구가하고 있다. 노브랜드와 피코크 등 양질의 PB 상품은 중장기 성장성과 수익성을 제고시킬 수 있는 요인이다.

밸류에이션과 주가 역대 최저점

2016년 하반기 이후 기존 사업 시장점유율 상승과 비용구조 개선, 신규 사업 안정화, 부진 사업 구조조정으로 추세적인 실적과 펀더멘탈의 개선이 가능할 것으로 기대한다. 올해 연간 연결 매출과 영업이익은 각각 전년대비 5.8%, 0.2% 성장한 14조 4,320억원과 5,050억원 수준으로 추정한다. 현재 주가는 12MF PER 11.4배로 역대 최저 밸류에이션과 주가 수준에 있다. 긴 호흡에서 저점 매수를 추천한다.

Top Picks

BUY

I TP(12M): 200,000원 | CP(9월26일): 158,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,047.11
52주 최고/최저(원)	230,500/153,500
시가총액(십억원)	4,404.4
시가총액비중(%)	0.37
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	85.0
60일 평균 거래대금(십억원)	13.7
16년 배당금(예상, 원)	1,500
16년 배당수익률(예상, %)	0.95
외국인지분율(%)	48.11
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 3인	28.06
Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 4인	11.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.0 (11.2) (30.1)
상대	(0.5) (14.0) (33.6)

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	14,526.5	15,255.4
영업이익(십억원)	493.9	541.0
순이익(십억원)	330.4	359.4
EPS(원)	11,748	12,918
BPS(원)	261,754	273,490

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	13,153.6	13,640.0	14,431.8	15,073.4	15,781.9
영업이익	십억원	583.0	503.8	504.8	578.3	628.9
세전이익	십억원	423.8	693.8	453.7	538.7	598.1
순이익	십억원	290.0	454.7	334.9	397.6	441.4
EPS	원	10,404	16,312	12,012	14,263	15,835
증감률	%	(37.9)	56.8	(26.4)	18.7	11.0
PER	배	19.51	11.59	13.15	11.08	9.98
PBR	배	0.82	0.75	0.60	0.58	0.55
EV/EBITDA	배	9.53	10.06	8.71	7.80	7.09
ROE	%	4.30	6.55	4.69	5.33	5.63
BPS	원	247,900	250,707	261,220	273,984	288,320
DPS	원	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500



유통/소비재 Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

3분기 연결 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 7.6%, 2.4%
성장한 3조 9,620억원과
1,980억원으로 추정

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015년	1Q16	2Q16	3Q16F	4Q16F	2016년
매출액	3,399	3,232	3,684	3,325	13,640	3,630	3,453	3,962	3,386	14,432
이마트	2802	2592	2983	2642	11,019	2,852	2,627	3,058	2,702	11,240
이마트몰	149	167	172	175	663	195	200	209	211	815
트레이더스	212	222	282	246	962	270	268	330	281	1,149
영업이익	161	66	193	84	504	156	47	198	104	505
이마트	195	97	213	127	632	193	68	202	133	596
이마트몰	(5)	(6)	(7)	(6)	(25)	(13)	(9)	(9)	(7)	(39)
트레이더스	4	4	8	3	19	7	7	11	9	33
세전이익	167	370	151	6	694	163	25	176	90	454
순이익	122	274	106	(46)	456	120	12	132	72	336
지배주주귀속 순익	121	273	106	(45)	455	120	9	132	73	335
영업이익률(%)	4.7	2.0	5.3	2.5	3.7	4.3	1.4	5.0	3.1	3.5
세전이익률(%)	4.9	11.5	4.1	0.2	5.1	4.5	0.7	4.4	2.7	3.1
순이익률(%)	3.6	8.5	2.9	(1.4)	3.3	3.3	0.4	3.3	2.1	2.3

자료: 이마트, 하나금융투자

2016년 연결 매출과 영업이익은
각각 전년대비 5.8%, 0.2% 성장한
14조 4,320억원과 5,050억원 전망

표 2. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	13,154	13,640	14,432	15,073	15,782
이마트	10,910	11,019	11,240	11,359	11,439
이마트몰	521	663	815	984	1,167
트레이더스	750	962	1,149	1,422	1,781
영업이익	583	504	505	578	629
이마트	687	632	596	602	606
이마트몰	(44)	(25)	(39)	(34)	(23)
트레이더스	11	19	33	46	61
세전이익	424	694	454	539	598
순이익	292	211	336	399	443
지배주주귀속 순익	290	210	335	398	441
적정시가총액	4,060	2,943	4,688	5,566	6,180
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	146	106	168	200	222
적정PER(배)	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
EPS(원)	10,404	7,541	12,012	14,263	15,835
영업이익률(%)	4.4	3.7	3.5	3.8	4.0
매출 (YoY,%)	0.9	3.7	5.8	4.4	4.7
영업이익 (YoY,%)	(20.6)	(13.6)	0.2	14.6	8.7
순이익 (YoY,%)	(37.9)	(27.5)	59.3	18.7	11.0

주: 2015년 순익 삼성생명 지분 매각차익 제외

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	13,153.6	13,640.0	14,431.8	15,073.4	15,781.9
매출원가	9,480.4	9,843.8	10,405.4	10,928.2	11,426.1
매출총이익	3,673.2	3,796.2	4,026.4	4,145.2	4,355.8
판매비	3,090.3	3,292.4	3,521.7	3,566.9	3,726.9
영업이익	583.0	503.8	504.8	578.3	628.9
금융손익	(89.6)	244.6	(67.3)	(60.3)	(54.6)
종속/관계기업손익	(22.7)	6.9	12.2	13.6	15.1
기타영업외손익	(46.9)	(61.6)	4.0	7.1	8.7
세전이익	423.8	693.8	453.7	538.7	598.1
법인세	131.9	237.9	118.0	140.1	155.5
계속사업이익	291.9	455.9	335.7	398.6	442.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	291.9	455.9	335.7	398.6	442.6
비지배주주지분 손이익	1.9	1.2	0.9	1.0	1.1
지배주주순이익	290.0	454.7	334.9	397.6	441.4
지배주주지분포괄이익	400.0	124.0	335.3	398.1	442.0
NOPAT	401.5	331.0	373.5	427.9	465.4
EBITDA	996.9	937.6	933.4	1,020.5	1,083.8
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	3.7	5.8	4.4	4.7
NOPAT증가율	(25.6)	(17.6)	12.8	14.6	8.8
EBITDA증가율	(11.7)	(5.9)	(0.4)	9.3	6.2
영업이익증가율	(20.7)	(13.6)	0.2	14.6	8.7
(지배주주)순이익증가율	(37.9)	56.8	(26.3)	18.7	11.0
EPS증가율	(37.9)	56.8	(26.4)	18.7	11.0
수익성(%)					
매출총이익률	27.9	27.8	27.9	27.5	27.6
EBITDA이익률	7.6	6.9	6.5	6.8	6.9
영업이익률	4.4	3.7	3.5	3.8	4.0
계속사업이익률	2.2	3.3	2.3	2.6	2.8

투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	10,404	16,312	12,012	14,263	15,835
BPS	247,900	250,707	261,220	273,984	288,320
CFPS	36,482	29,557	34,547	38,083	38,663
EBITDAPS	35,761	33,635	33,486	36,610	38,879
SPS	471,864	489,313	517,719	540,735	566,151
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주기지표(배)					
PER	19.5	11.6	13.2	11.1	10.0
PBR	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
PCFR	5.6	6.4	4.6	4.1	4.1
EV/EBITDA	9.5	10.1	8.7	7.8	7.1
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	4.3	6.5	4.7	5.3	5.6
ROA	2.2	3.2	2.3	2.6	2.9
ROIC	4.5	3.6	4.0	4.6	5.0
부채비율	95.9	100.2	98.6	92.8	83.6
순부채비율	52.3	54.0	46.1	41.9	36.6
이자보상배율(배)	4.7	4.0	4.7	5.3	5.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,304.5	1,464.4	1,971.5	1,948.4	1,734.2
금융자산	179.2	205.3	643.9	565.3	286.1
현금성자산	60.5	63.4	493.7	408.4	121.8
매출채권 등	248.1	294.4	311.5	325.4	340.6
재고자산	804.5	886.1	937.6	979.2	1,025.3
기타유동자산	72.7	78.6	78.5	78.5	82.2
비유동자산	12,523.0	13,029.4	12,989.6	13,259.8	13,479.2
투자자산	2,449.1	2,391.7	2,530.6	2,643.1	2,767.3
금융자산	2,317.3	1,938.0	2,050.5	2,141.7	2,242.3
유형자산	9,265.6	9,805.4	9,647.0	9,821.4	9,930.3
무형자산	371.3	383.2	363.0	346.3	332.5
기타비유동자산	437.0	449.1	449.0	449.0	449.1
자산총계	13,827.5	14,493.8	14,961.0	15,208.2	15,213.4
유동부채	3,372.3	3,934.5	4,270.0	4,680.0	4,900.7
금융부채	1,386.7	1,469.1	1,670.3	1,971.6	2,072.1
매입채무 등	1,392.5	1,701.3	1,800.0	1,880.0	1,968.4
기타유동부채	593.1	764.1	799.7	828.4	860.2
비유동부채	3,395.4	3,319.9	3,159.0	2,640.7	2,025.7
금융부채	2,483.2	2,645.5	2,445.5	1,895.5	1,245.5
기타비유동부채	912.2	674.4	713.5	745.2	780.2
부채총계	6,767.7	7,254.4	7,429.0	7,320.8	6,926.4
지배주주지분	6,907.8	6,986.1	7,279.1	7,634.9	8,034.5
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	(35.7)	(39.7)	(39.7)	(39.7)	(39.7)
기타포괄이익누계액	1,316.5	996.2	996.2	996.2	996.2
이익잉여금	1,250.7	1,653.2	1,946.3	2,302.1	2,701.7
비지배주주지분	151.9	253.3	252.9	252.6	252.4
자본총계	7,059.7	7,239.4	7,532.0	7,887.5	8,286.9
순금융부채	3,690.7	3,909.2	3,471.9	3,301.7	3,031.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	701.0	733.9	869.2	925.8	987.6
당기순이익	291.9	455.9	335.7	398.6	442.6
조정	577.4	407.2	428.7	442.2	454.9
감가상각비	413.9	433.8	428.7	442.2	454.9
외환거래손익	26.2	34.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(19.5)	(9.2)	0.0	0.0	0.0
기타	156.8	(51.8)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(168.3)	(129.2)	104.8	85.0	90.1
투자활동 현금흐름	(957.8)	(1,003.9)	(398.4)	(720.5)	(682.9)
투자자산감소(증가)	(212.9)	66.6	(140.2)	(113.8)	(125.5)
유형자산감소(증가)	(935.5)	(984.3)	(250.0)	(600.0)	(550.0)
기타	190.6	(86.2)	(8.2)	(6.7)	(7.4)
재무활동 현금흐름	250.5	279.1	(40.5)	(290.6)	(591.3)
금융부채증가(감소)	305.7	244.6	1.3	(248.8)	(549.5)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(12.1)	78.9	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(43.1)	(44.4)	(41.8)	(41.8)	(41.8)
현금의 증감	(9.6)	2.9	430.3	(85.2)	(286.6)
Unlevered CFO	1,017.0	823.9	963.0	1,061.6	1,077.8
Free Cash Flow	(258.1)	(272.5)	119.2	(174.2)	(62.4)

2016년 9월 27일

신세계푸드(031440)

흔들림 없이 'BUY'

2020년 신세계 캡티브 제조 매출액 6천억 추산

9월부터 이마트 PL '노브랜드(No Brand)' 및 자체 브랜드 '올반'의 공격적 제품 라인업 확대와 홈쇼핑, 면세점 등 채널 다각화가 진행되고 있다. 이마트의 2020년 가공식품 PL 매출액은 1조 2천억원에 육박할 것으로 예상된다. 웬만한 식품 업체의 매출 규모를 능가하는 수치다. 신세계푸드의 제조 매출 비중을 50%로 가정할 경우, 2020년 신세계푸드의 제조 매출액 및 영업이익은 각각 4,700억원, 235억원으로 추산된다. 적정가치는 2,900억원(현재가치 할인)으로 판단한다. 신세계푸드 시가총액의 60%를 설명 가능하다.

하반기도 호실적 지속 전망

하반기 실적 개선의 Key는 본업의 기초 체력 회복과 제조 매출 증가에 따른 외형 확대다. 급식 사업부는 3월 말 단가 인상(주요 계열사 및 일부 고객사 3.7% 인상)에 기인해 Cash Cow로의 역할 수행이 기대된다. 9월 오픈한 하남 스타필드에도 급식장이 오픈된 만큼 온기 반영될 내년도 견조한 실적 개선이 예상된다. 외식 사업부의 영업적자는 축소되고 있다. 2015년 100억원에 육박하는 영업 손실을 시현 했으나, 고원가율 브랜드 및 일부 적자 점포 스크랩에 기인해 적자 폭은 빠르게 감소하고 있다. 올해 외식 사업부 영업적자는 전년대비 큰 폭 감소한 65억원으로 추정한다. 전년 증설을 마무리한 음성 공장은 5월 손익분기점을 돌파 이후, 3분기 흑자 전환에 성공할 것으로 판단된다. 제조 매출 증가에 기반해 음성 공장 가동률은 하반기 갈수록 상승할 것이다.

중장기 성장 여력 풍부, 밸류에이션 부담 빠르게 완화 전망

① 3분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2,629억원(YoY +11.2%), 80억원(YoY +1168.6%)으로 추정한다. 단기 실적 모멘텀이 부각될 것으로 전망한다. ② 중장기 식품 제조 사업부 가치는 3천억원으로 판단된다. ③ 본업 및 제조 매출 확대에 기반해 밸류에이션 부담은 빠르게 완화될 것으로 전망한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 220,000원 | CP(9월26일): 153,500원

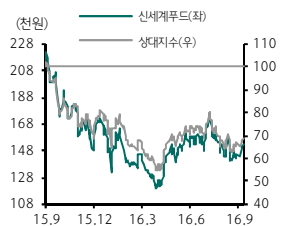
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,047.11
52주 최고/최저(원)	206,500/120,000
시가총액(십억원)	594.4
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	3,872.5
60일 평균 거래량(천주)	20.5
60일 평균 거래대금(십억원)	3.2
16년 배당금(예상, 원)	500
16년 배당수익률(예상, %)	0.33
외국인지분율(%)	6.30
주요주주 지분율(%)	
이마트 외 3인	55.49
국민연금	9.99
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.2) 14.6 (23.3)
상대	(2.7) 11.0 (27.2)

Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	1,043.0	1,176.2
영업이익(십억원)	22.6	34.9
순이익(십억원)	17.1	25.7
EPS(원)	3,904	6,089
BPS(원)	77,512	83,052

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	십억원	N/A	906.4	1,040.0	1,136.8	1,519.0
영업이익	십억원	N/A	8.7	25.1	33.8	50.1
세전이익	십억원	N/A	7.9	24.8	33.4	49.3
순이익	십억원	N/A	6.7	20.2	26.0	38.4
EPS	원	N/A	1,727	5,221	6,719	9,925
증감율	%	N/A	N/A	202.3	28.7	47.7
PER	배	N/A	100.19	29.40	22.85	15.47
PBR	배	N/A	2.33	1.95	1.80	1.62
EV/EBITDA	배	N/A	21.04	12.60	10.45	8.03
ROE	%	N/A	2.33	6.82	8.20	11.05
BPS	원	N/A	74,155	78,876	85,095	94,520
DPS	원	N/A	500	500	500	500



음식료 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	N/A	906.4	1,040.0	1,136.8	1,519.0
매출원가	N/A	806.8	904.6	986.7	1,310.9
매출총이익	N/A	99.6	135.4	150.1	208.1
판매비	N/A	90.8	110.3	116.3	158.0
영업이익	N/A	8.7	25.1	33.8	50.1
금융손익	N/A	(0.0)	0.2	0.8	1.1
종속/관계기업손익	N/A	0.0	(0.5)	(1.2)	(2.0)
기타영업외손익	N/A	(0.8)	0.0	0.0	0.0
세전이익	N/A	7.9	24.8	33.4	49.3
법인세	N/A	1.3	4.6	7.3	10.8
계속사업이익	N/A	6.7	20.2	26.0	38.4
중단사업이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	N/A	6.7	20.2	26.0	38.4
비지배주주지분 손이익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	N/A	6.7	20.2	26.0	38.4
NOPAT	N/A	4.6	20.2	26.0	38.4
EBITDA	N/A	7.4	20.5	26.3	39.1
EBITDA	N/A	36.1	55.2	66.6	85.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	14.7	9.3	33.6
NOPAT증가율	N/A	N/A	177.0	28.3	48.7
EBITDA증가율	N/A	N/A	52.9	20.7	28.7
영업이익증가율	N/A	N/A	188.5	34.7	48.2
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	201.5	28.7	47.7
EPS증가율	N/A	N/A	202.3	28.7	47.7
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	11.0	13.0	13.2	13.7
EBITDA이익률	N/A	4.0	5.3	5.9	5.6
영업이익률	N/A	1.0	2.4	3.0	3.3
계속사업이익률	N/A	0.7	1.9	2.3	2.5

투자지표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	N/A	1,727	5,221	6,719	9,925
BPS	N/A	74,155	78,876	85,095	94,520
CFPS	N/A	12,082	14,125	16,888	21,616
EBITDAPS	N/A	9,321	14,254	17,198	22,132
SPS	N/A	234,063	268,553	293,548	392,249
DPS	N/A	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	N/A	100.2	29.4	22.8	15.5
PBR	N/A	2.3	1.9	1.8	1.6
PCFR	N/A	14.3	10.9	9.1	7.1
EV/EBITDA	N/A	21.0	12.6	10.4	8.0
PSR	N/A	0.7	0.6	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	N/A	2.3	6.8	8.2	11.1
ROA	N/A	1.3	3.8	4.4	6.0
ROIC	N/A	1.9	5.0	6.0	8.3
부채비율	N/A	75.3	85.7	83.0	87.2
순부채비율	N/A	31.2	33.0	30.7	25.7
이자보상배율(배)	N/A	8.0	10.1	12.1	18.0

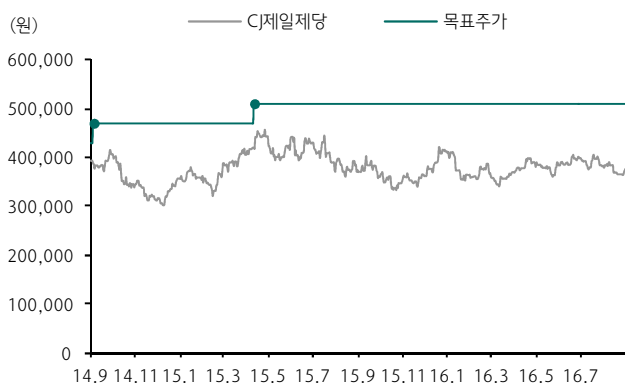
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	N/A	140.8	177.5	190.4	249.9
금융자산	N/A	17.0	35.5	35.1	42.4
현금성자산	N/A	6.6	23.5	22.1	24.9
매출채권 등	N/A	68.2	78.2	85.5	114.3
재고자산	N/A	47.3	54.2	59.3	79.2
기타유동자산	N/A	8.3	9.6	10.5	14.0
비유동자산	N/A	362.4	389.7	412.6	435.4
투자자산	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	N/A	242.0	269.3	293.9	318.4
무형자산	N/A	68.1	66.0	64.1	62.5
기타비유동자산	N/A	52.3	54.4	54.6	54.5
자산총계	N/A	503.3	567.3	603.0	685.3
유동부채	N/A	93.0	105.6	114.9	151.8
금융부채	N/A	4.7	4.4	4.4	4.4
매입채무 등	N/A	84.4	96.8	105.8	141.4
기타유동부채	N/A	3.9	4.4	4.7	6.0
비유동부채	N/A	123.1	156.3	158.5	167.5
금융부채	N/A	101.9	131.9	131.9	131.9
기타비유동부채	N/A	21.2	24.4	26.6	35.6
부채총계	N/A	216.1	261.8	273.4	319.3
지배주주지분	N/A	287.1	305.4	329.5	366.0
자본금	N/A	19.4	19.4	19.4	19.4
자본잉여금	N/A	70.2	70.2	70.2	70.2
자본조정	N/A	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	N/A	199.5	217.8	241.9	278.4
비지배주주지분	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	287.1	305.4	329.5	366.0
순금융부채	N/A	89.6	100.9	101.2	94.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동 현금흐름	N/A	12.7	48.1	57.2	67.6
당기순이익	N/A	6.7	20.2	26.0	38.4
조정	N/A	37.7	30.1	32.8	35.6
감가상각비	N/A	27.4	30.1	32.8	35.6
외환거래손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	N/A	10.3	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	N/A	(31.7)	(2.2)	(1.6)	(6.4)
투자활동 현금흐름	N/A	(112.4)	(54.5)	(56.8)	(62.8)
투자자산감소(증가)	N/A	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	N/A	(90.9)	(53.0)	(55.7)	(58.4)
기타	N/A	(21.5)	(1.5)	(1.1)	(4.4)
재무활동 현금흐름	N/A	96.4	27.8	(1.9)	(1.9)
금융부채증가(감소)	N/A	106.6	29.7	0.0	0.0
자본증가(감소)	N/A	89.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	N/A	(96.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	N/A	(2.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
현금의 증감	N/A	(3.4)	16.9	(1.5)	2.9
Unlevered CFO	N/A	46.8	54.7	65.4	83.7
Free Cash Flow	N/A	(80.2)	(4.9)	1.6	9.2

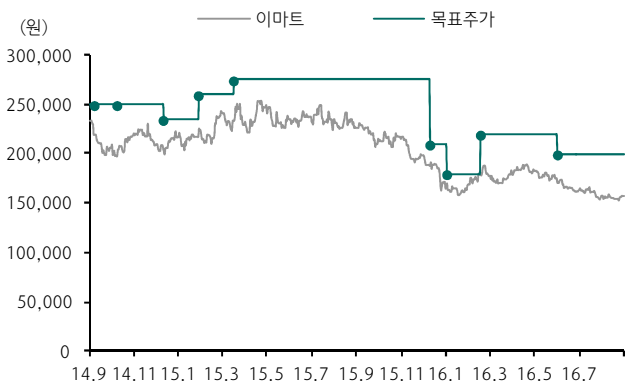
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

C제일제당



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
15.5.7	BUY	510,000			
14.9.30	BUY	470,000			

이마트



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.6.28	BUY	200,000			
16.3.15	BUY	220,000			
16.1.29	Neutral	180,000			
16.1.6	Neutral	210,000			
15.4.13	BUY	275,000			
15.2.24	BUY	260,000			
15.1.7	BUY	235,000			
14.11.5	BUY	250,000			
14.10.5	Neutral	250,000			

신세계푸드



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
16.6.8	BUY	220,000			
16.4.6	Neutral	140,000			
15.8.3	BUY	240,000			
14.9.29	BUY	140,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.5%	10.2%	1.3%	100.0%

* 기준일: 2016년 9월 25일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주/박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2016년 9월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주/박종대)는 2016년 9월 27일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

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