

2017.04.05

음식료(비중확대)

내수주 타임! 음식료, 뭘 먹을까?

기업별 환율 민감도 분석 & 내수 시장 지배력 확인

Analyst 김태현

02)6923-7312

thkim@capefn.com

RA 조미진

02)6923-7317

mj27@capefn.com



연 초 원화강세로 전환되는 시점에서 음식료 업종의 지수가 소폭개선 되었으나, 원화강세가 지속 될 것에 대한 믿음이 크지 않았기 때문에 개선 정도는 미미하였습니다. 하지만 4월 반기 환율 보고서를 앞두고, 환율조작국 지정에 대한 두려움 때문에 원화 강세 국면이 이어질 가능성이 높습니다. 원화 강세시 수혜를 볼 수 있는 기업들의 선별과 수혜 정도에 대한 확인이 필요하다고 생각합니다.

원화강세와 함께 조기대선으로 인한 경기 부양 기대감이 높아지면서 그 동안 외면 당했던 음식료 기업들에 대한 관심이 필요한 때 입니다.

원화 강세시 이익 증가가 가장 큰 CJ제일제당과 환율 민감도가 낮아 환율과 무관하게 안정적 성장을 지속할 매일유업을 Top Pick 으로 추천합니다.

Contents

1	곡물가격 제한적 상승	04
2	내수부양 기대감	07
4	Investment Point #1. 원화강세	08
5	Investment Point #2. 탄탄한 시장 지배력	17
6	추천종목	19
7	기업분석	21
	CJ제일제당 (097950KS Buy 유지 TP 550,000원 유지)	
	원화강세의 최대 수혜주! 이익 점진적 개선 전망	22
	매일유업 (005990KQ Buy 유지 TP 62,000원 상향)	
	2017년에도 실적 향상은 계속 된다	24

음식료 (비중확대)

Analyst 김태현 · 02)6923-7312 · thkim@capefn.com / RA 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

내수주 타임! 음식료, 뭘 먹을까?

기업별 환율 민감도 분석 & 내수 시장 지배력 확인

최근 원화 강세가 이어지고, 조기대선에 의한 내수부양 기대감이 높아짐에 따라 그동안 외면 받고 있던 내수주에 대한 관심이 높아지고 있습니다. 현 상황에서 가장 수혜를 볼 수 있는 기업을 찾기 위해, 환율 변동에 따른 기업별 환율 민감도를 확인해 보았습니다. 원화강세시 이익 증가가 가장 큰 CJ제일제당과 안정성 측면에서 환율변동성이 낮은 매일유업을 추천드립니다.

원화강세에 따른 기업별 환율 민감도 확인

- 수요 개선에 따라 곡물가 상승이 예상되지만 원화강세로 인해 가격 인상은 상쇄될 전망. 현재와 비슷한 수준 유지
- 해외 매출과 수입 원재료 투입액을 비교한 영업이익단 & 외화부채/자산 비교한 영업외단의 이익 변화를 추정해보면 CJ제일제당이 환율1원 절상시 약 6억의 이익 증가 예상
- 반면, 매일유업은 주요 원재료인 원유를 국내에서 조달하기 때문에 환율1원 절상시 약 0.5~0.6억 수준의 미미한 이익 변화가 예측됨

내수 경기 회복 때는 시장 지배력이 높은 기업이 우선적으로 수혜 예상

- 조기대선으로 일자리 창출 및 내수 경기 부양 기대감 상승
- 수입 원재료 영향이 큰 소재(설탕, 액상당, 밀가루, 프리믹스, 식용유, 참기름) 시장에서 CJ제일제당은 독보적 MS 유지 수입 원재료 영향이 제한적인 유가공 (우유, 두유, 치즈, 요거트, 분유) 시장에서 매일유업은 Top3이지만 지속적으로 MS 상승 중

TopPick: CJ제일제당, 매일유업

- 원화절상시 이익 증가가 큰 기업: CJ제일제당
- 환율변동과 관계없이 안정적으로 성장하는 기업: 매일유업

주요 기업 투자 의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	2017E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
CJ제일제당	Buy	550,000	356,500	54.3	24,171	14.6	1.3	8.2	5,581
매일유업	Buy	62,000	46,450	33.5	3,672	12.7	1.4	9.2	15

자료: 케이프투자증권

CAPE

곡물가격 제한적 상승

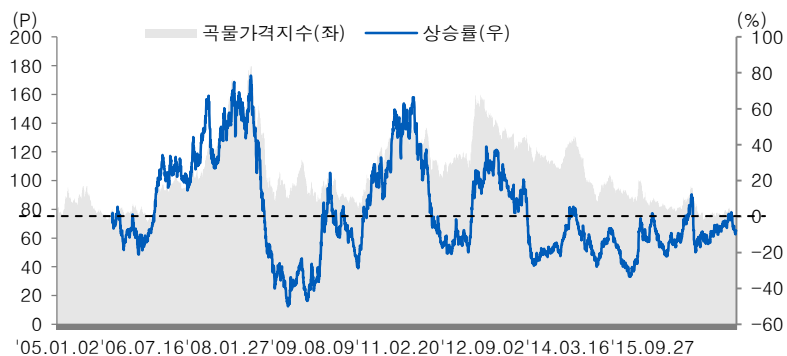
곡물가 전망

수요 상승에 따라
가격은 상승, 하지만
원화 강세로 상쇄 예상

곡물가는 수요가 개선되면서 상승할 것으로 전망하나, 원화 강세가 이를 상쇄시키면서 상승 폭은 제한적일 것으로 전망한다. 즉, 기업들에 반영되는 곡물가는 현재 수준에서 크게 변동은 없을 예정이다. 2012년 이후 곡물가는 계속 하락세를 보이며 (-)성장률을 나타내왔으나 최근 성장률이 개선되며 추이가 바뀌고 있다. 곡물 재고량과 소비량 모두 감소세를 나타내다 작년을 기점으로 턴어라운드를 하는 모습이 나타난다. 특히, 15/16에 (-)였던 소비량 변화가 16/17에 2.1%로 공급량 2.0% 보다 더 빠르게 증가하며 가격을 상승시킬 전망이다. 하지만 곡물가는 대부분 수입에 의존하기 때문에 환율의 직접적 영향을 받을 수 밖에 없는데, 최근 원화강세 상황에서 곡물가 상승폭은 상쇄될 것이다.

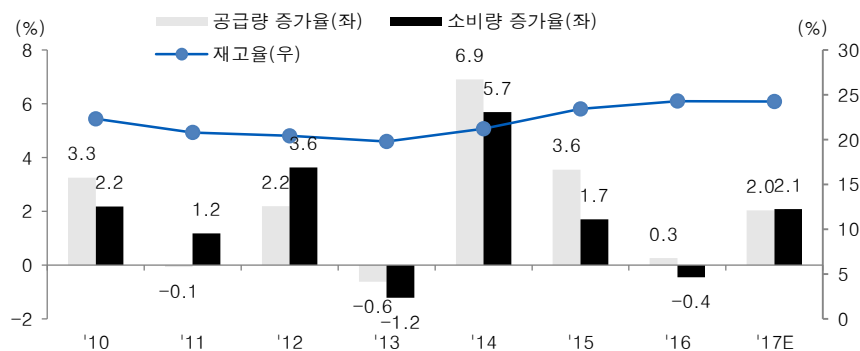
또한 곡물 생산 원가에서 중요한 항목인 유가는 현재수준에서 큰 폭의 변동은 없을 것으로 예측한다. OPEC이 감산합의를 함에 따라 유가 상승이 예상 되지만, 북미에서 생산량을 늘리게 되면 공급량 증가로 인해 유가는 다시 하락하는 추이가 나타날 것이다. 곡물가와 같은 방향성을 보이는 유가가 큰 폭으로 상승하지 않는 한 곡물가 상승도 제한적일 것으로 전망한다.

그림1. 곡물가격 추이



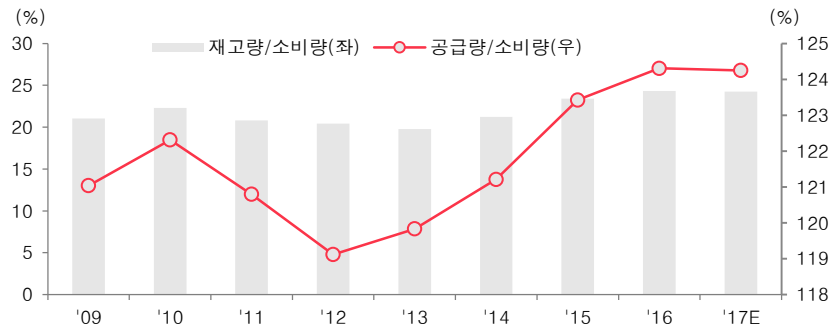
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림2. 곡물 수급 추이



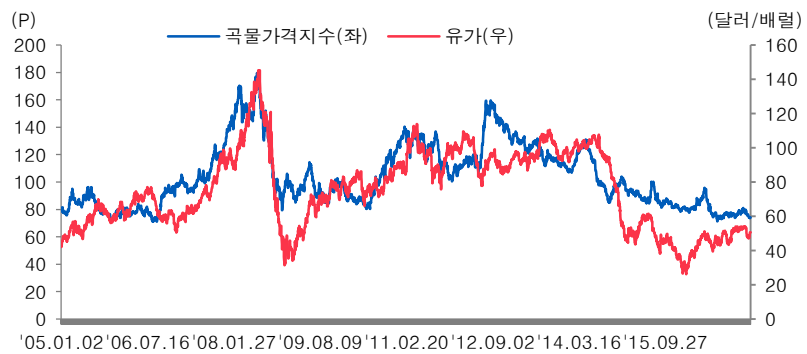
자료: USDA, 케이프투자증권

그림3. 세계곡물 재고율



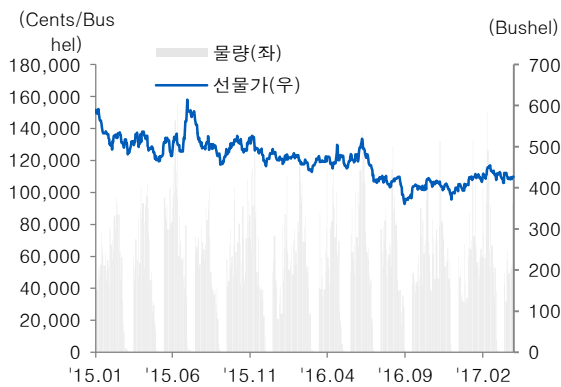
자료: USDA, 케이프투자증권

그림4. 곡물가격과 유가와의 관계



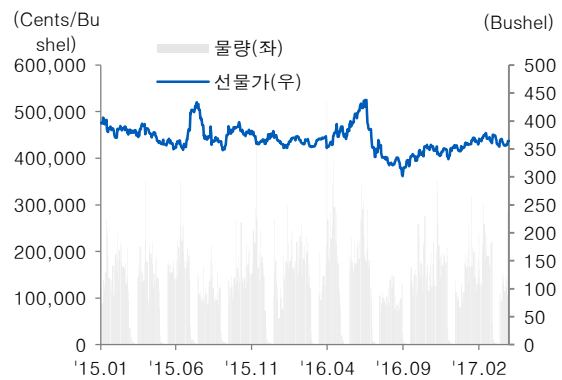
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림5. 소맥 가격 및 재고량 추이



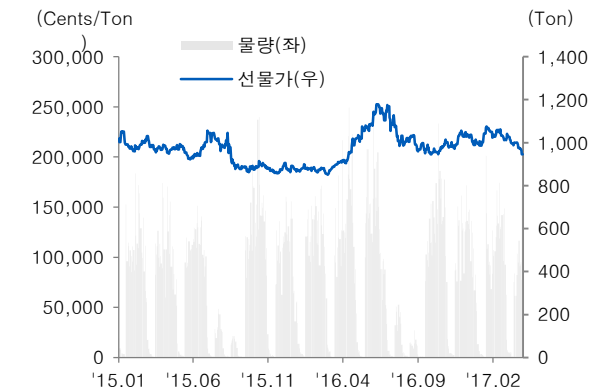
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림6. 옥수수 가격 및 재고량 추이



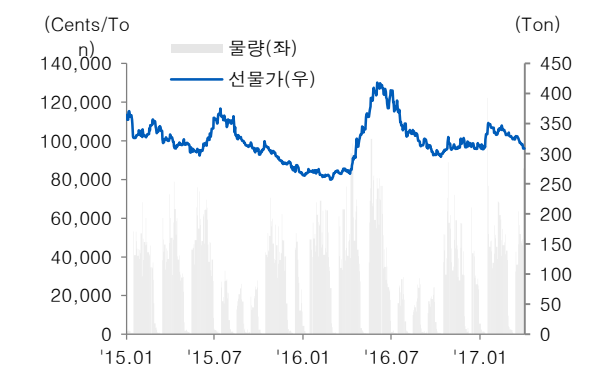
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림7. 대두 가격 및 재고량 추이



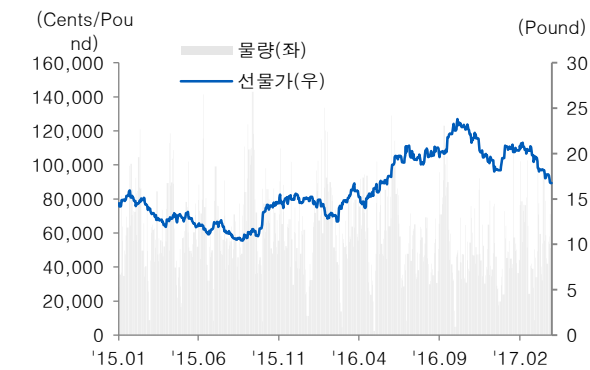
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림8. 대두박 가격 및 재고량 추이



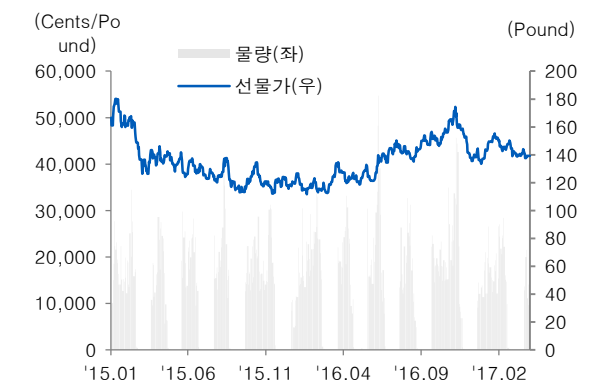
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림9. 원당 가격 및 재고량 추이



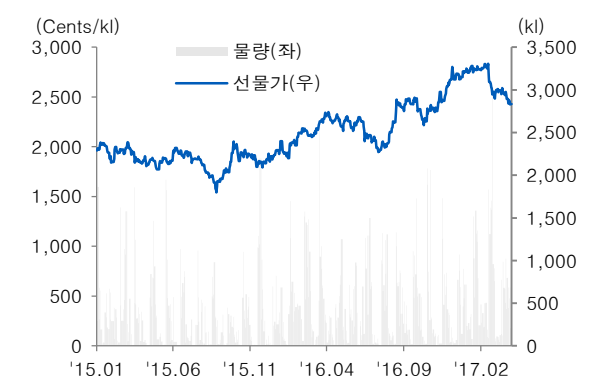
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림10. 커피 가격 및 재고량 추이



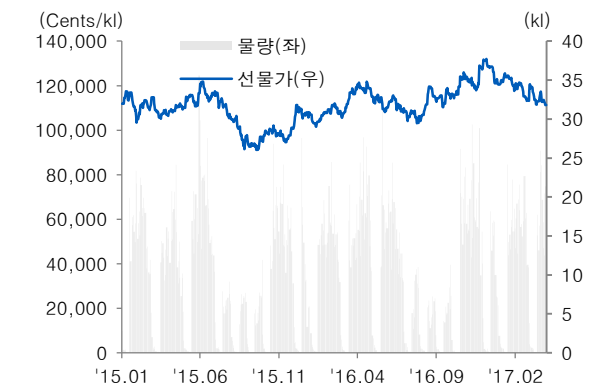
자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림11. 팜유 가격 및 재고량 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권

그림12. 대두유 가격 및 재고량 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권

CAPE

내수부양 기대감

조기대선에 의한 내수부양 기대감 상승

내수 경기 활성화 기대

소비지표가 정책 기대로 회복되면, 오랜 기간 소외된 내수주가 반전의 기회를 잡을 수 있다. 대선이 당내 경선을 넘어 본선이 진행되고 경쟁이 가열될 전망이다. 후보들은 일자리 확대와 경기 부양 공약을 앞다투어 제시한 바 있으며, 이른바 포퓰리즘 정책들이 줄 이을 것이다. 그 동안 산업재의 대외환경이 상대적으로 좋았던 영향도 있지만, 내수 주는 국내의 부정적인 정치·경제 상황으로 실물과 심리지수가 모두 부진하였다.

이제 소비심리를 악화시켰던 정국불안이 대통령 파면으로 마무리 되었고 대선후보들의 공약은 내수 부양에 초점이 맞춰져 내수주 시대가 오고 있는 것으로 판단된다. 특히 음식료는 지난해 밸류에이션 조정을 받아, 현재 12개월 Fwd PER이 15~18배에 불과하다. 24배였던 2016년 초와 비교할 때 밸류에이션 부담이 없다.

표2. 주요 대선후보의 공약

	문재인 (더불어민주당)	안철수 (국민의당)	홍준표 (자유한국당)	유승민 (바른정당)
경제활성화	4차 산업혁명, 신성장 산업 육성 중소기업청 → 중소벤처기업부	창업/R&D지원, 경제민주화	-	양적완화 검토, 규제 완화
4차 산업혁명	소프트웨어교사 1만명 육성 초고속 사물인터넷망 구축 신재생에너지 비중 20% 달성 스마트고속도로, 급속충전차 설치	정부주도 → 민간주도 국가연구개발 체계 혁신 과학기술인력 확충(10만 양병)	-	스타트업, 중소기업 위주 창업 기반 조성 관련 정부부처 개조
고용	공공 81만+민간 50만 (노동시간 준수, 휴가사용 등) 대통령 직속 일자리 위원회 비정규직 격차 해소, 일자리 추경	공공주도 일자리 반대, 민간부문 지원 강조 중소기업 임금 대기업 80%(정부 지원), 교육훈련 청년 지원	민간부문 일자리 확대 공무원 감축 등 구조조정 강성귀족노조문제해결, 고용 세습 철폐,	비정규직 채용 제한, 비정규직 사용 총량제, 최저임금 1만원(2020) 최대노동시간 규정 도입
세금	고소득자 소득세 인상 자본소득 과세 강화 법인세 : 실효세율 인상 검토	당내 법인세율 인상 반대 경험 실효세율 인상	법인세 인상 불필요 재산세 인상	소득세, 재산세 인상 검토 재벌 대기업 법인세 확대
가계부채	4차 산업혁명, 신성장 산업 육성 가계부채총량 관리제 도입 이자율 상한 20% 단일화 국민행복기금 12조원 채무 감면 금융소비자 보호 강화 DTI 대비 DSR 활용	DTI·LTV 규제강화 언급 경험	-	워크아웃·파산제도 손질 DTI·LTV 규제강화
재벌개혁	집중투표제, 노동자추천이사제, 다중대표소송, 재벌경제사범엄벌, 자회사지분 의무비율 확대, 금산분리 강화, 국민연금 주주권 강화	지배구조개선, 소유&지배 괴리 해 소, 시장자율적 규제 강조, 국민연 금 주주권 강화, 징벌적 손해배상, 소비자집단소송제 도입	재벌 죄악시 반대	공정위 전속고발권 폐지, 집단 소송제, 징벌적 손해배상제 도 입
교육/복지	대학입시 단순화 특목고·자사고 일반고로 전환 비정규직·자영업자 출산수당 유연근무제 도입	학제개편안 노령 기초연금 증대, 아동수당	전면무상교육 차등 지원	외고, 자사고 폐지 최저연금액 도입(80만원) 건강보험본인부담률 인하

자료: 언론보도, 케이프투자증권

CAPE

Investment Point #1. 원화강세

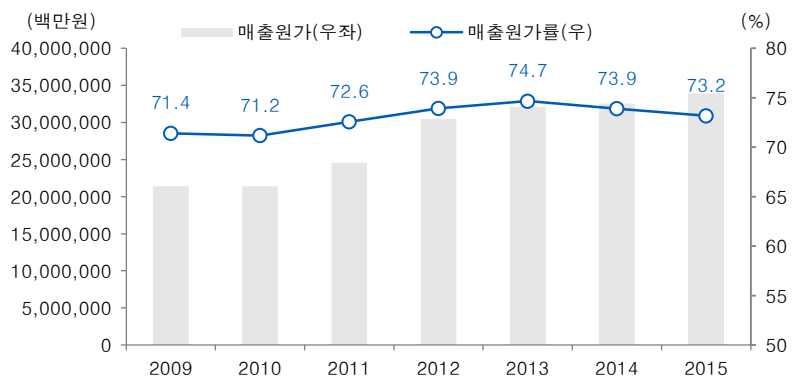
우호적 환율에 의한 지수 개선

음식료 기업들에게
환율은 중요한 이익
결정 요소

음식료 기업 매출의 70% 이상이 원가이고, 그 가운데 대부분이 곡물 수입 비용이다. 이 때문에 우리나라 음식료 기업에게 환율은 매출과 이익을 결정짓는 중요한 요소이다. 원화가 강세를 보이면, 생산비용에서 수입원재료 비중이 높은 음식료 기업에게 유리하게 작용한다.

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

그림13. 음식료 업종 매출원가 및 매출원가를 추이



자료: FnGuide, 케이프투자증권

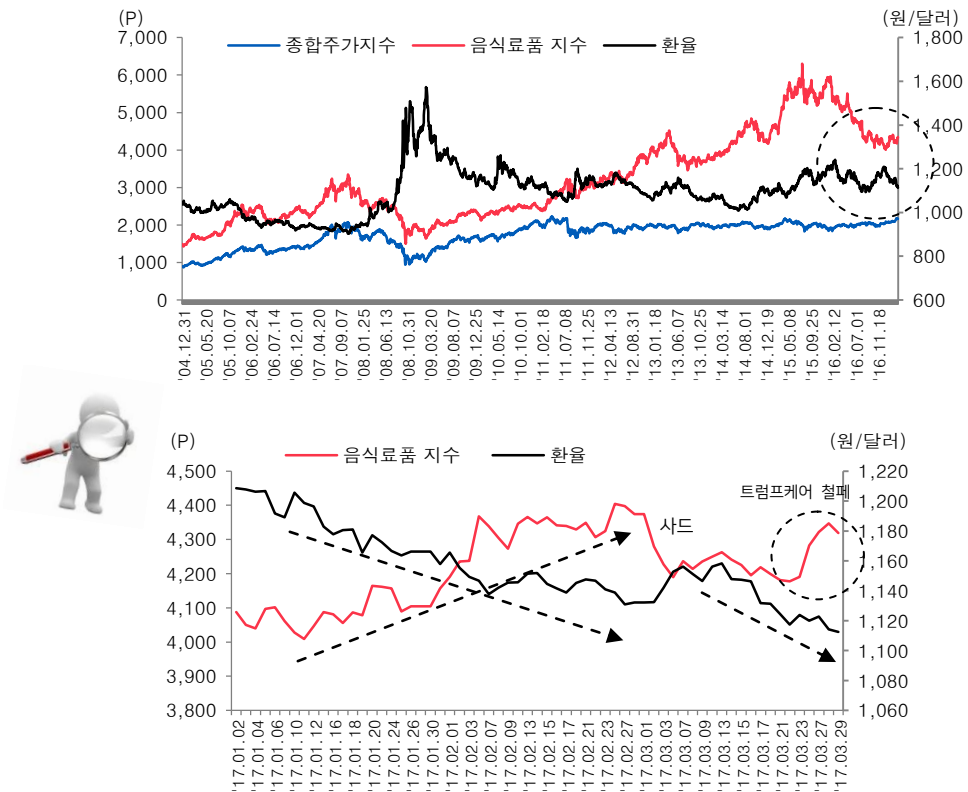
당분간 달러약세
지속 전망

원화가치는 트럼프의 일방주의적 인 통상정책 및 약달러 추구로 지난해에 비해 강세(원/달러 하락)를 보이고 있다. 트럼프는 중국, 독일, 일본, 한국 등 대미 무역흑자가 많은 국가를 대상으로 통상압박을 강화하고 있으며, 통화강세를 요구하고 있다.

미국은 4월과 10월 반기환율보고서를 통해 환율조작국을 지정한다. 지금까지 지정된 국가는 없지만, 트럼프는 중국을 지정할 것임을 공언해 왔다. 한국은 중국 등과 함께 환율조작국 경고 수준이라고 할 수 있는 관찰대상국에 포함되어 있다. 이 때문에 환율조작국 지정에 대한 두려움을 가지고 있어 원화는 강세(원/달러 하락) 국면이 이어질 가능성이 높다. 차기 정부의 내수 부양 가능성이 높아져 해외자금 유입이 가능한 점도 원화 강세 요인으로 작용할 전망이다.

음식료 업종의 주가는 2016년 하반기 달러 강세에서 2017년 초 원화 강세로 전환되는 과정에서 상승하였으나, 정도는 미미했다. 원화강세에 대한 믿음이 크지 않았고, 시장이 원화강세 보다 가격 인상에 주목하였기 때문이다. 그러나 이번에는 원화강세가 지속될 가능성이 높아, 음식료 업종의 원화강세 수혜에 관심을 기울여야 할 전망이다.

그림14. 환율 변동과 음식료 업종 지수 추이 비교



자료: DataGuide, 케이프투자증권

환율 노출도 및 민감도 분석

원화 강세시
CJ제일제당,
신세계푸드, 동원F&B,
롯데푸드 수혜

수입원재료 투입액이 해외매출 대비 큰 비중을 차지 하는 기업들의 수혜가 예상된다. 2016년을 기준년도로 대표 음식료 기업들의 환노출도와 민감도를 확인해 보았다. 원화 강세 시 수혜기업은 CJ제일제당, 신세계푸드, 동원F&B, 롯데푸드, 오투기, 대상이다.

대표 소재기업인 CJ제일제당의 경우 전체 원재료 투입액 중 수입이 차지하는 비중이 거의 100% 이기 때문에 영업단에서 이익 변동이 환율 1원당 5.9억원으로 다른 기업대비 크게 나타난다. 원화강세 시 수혜를 입을 수 있는 대표 기업이다.

동원F&B는 전체 매출 중 약 20% 이상을 차지하는 참치캔의 원가가 유가와 환율과 연동성이 있기 때문에 환율 영향을 받고 있다. 동원F&B는 환율 1원당 약 1.3억원의 이익이 변동할 것으로 추정한다.

신세계푸드는 수입 원재료 투입액도 50% 미만이지만 해외 매출이 없어서 상대적으로 원화강세 시 수혜를 보는 것처럼 추정되었다. 더불어, 신세계푸드는 소비 회복을 가장 빠르고 직접적으로 입을 것으로 예상되는 이마트 채널을 보유하고 있기 때문에 내수 회복 시 구조적 수혜를 입을 것으로 판단한다.

환율 변동성이 낮은
매일유업, 농심은
안정성 측면에서 추천

반면, 매일유업과 농심은 환율에 의한 변동성이 낮은 기업에 속한다. 이 또한 내용은 차이가 있다. 유가공 기업들은 주요 원료인 원유를 국내 조달하고 있기 때문에 환율에 의한 변동성이 낮다. 매일유업은 아직 해외 매출 비중이 낮지만, 집중하고 있는 중국 분유의 수요 창출과 시장 확대 가능성이 높기 때문에 성장성 또한 높다고 예상한다.

농심의 경우는 해외 매출과 원재료 투입액이 다른 기업들에 비해 균형을 이루며 변동성을 상쇄시키고 있다. 전체 원재료 투입액 중 수입 원재료 투입액이 약 60% 정도로 비중이 상당함에도 불구하고, 매출 중 해외 비중 또한 크면서 변동성을 상쇄시킨다.

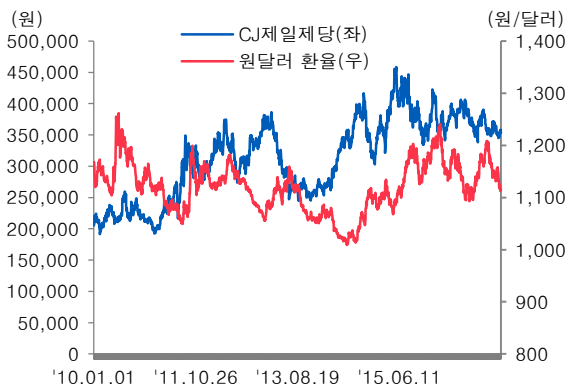
표3. 음식료 기업별 환율민감도 분석 (2016년 기준)

(단위: 억원)

	CJ제일제당 (대통제외)	오뚜기	농심	동원F&B	롯데푸드	대상	신세계푸드	매일유업	KT&G
매출액	89,413	20,107	22,170	22,413	17,624	28,550	10,690	16,347	45,033
해외 매출(a)	36,409	1,833	6,412	578	422	6,730		679	9,414
매출원가	63,228	15,238	15,037	16,554	14,024	20,793	9,282	10,633	17,967
전체 원재료투입액	54,069	5,500*	12,280	8,373	12,094	10,509	5,024	9,338	7,706
수입 원재료투입액(b)	43,255	3,300	7,023	2,137*	4,031	8,637	1,965*	1,401	6,165
영업단위 환노출액 (c) = (a)-(b)	-6,846	-1,467	-611	-1,559	-3,610	-1,907	-1,965	-722	3,249
외화자산(d)	9,205*	336	308	149	68	2,214	4	473	9,613
외화부채(e)	20,000*	404	832	233	40	3,254	101	277	772
비영업단위 환노출액 (f) = (d)-(e)	-383	-69	-524	-85	28	-1,040	-97	195	8,841
전체 환노출액 (g) = (c)+(f)	-7,230	-1,536	-1,135	-1,643	-3,581	-2,947	-2,062	-526	12,090
16년 기말환율 1,160.4원 에서 +1원(원하절하)시 영 업이익변화	-5.9	-1.3	-0.5	-1.3	-3.1	-1.6	-1.7	-0.6	2.8
16년 기말환율 1,160.4원 에서 +1원(원하절하)시 영 업+영업외 이익변화	-6.2	-1.3	-1.0	-1.4	-3.1	-2.5	-1.8	-0.5	10.4

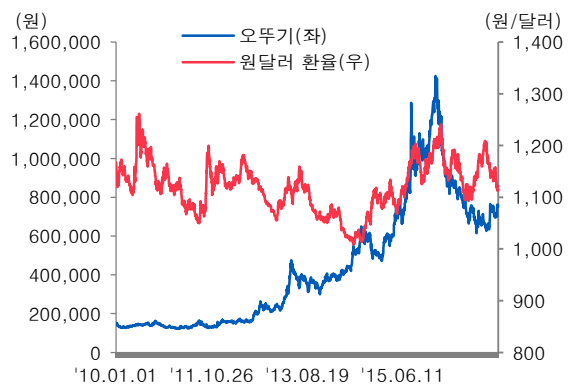
자료: 각사, 케이프투자증권 *표시와 수입원재료 투입액은 인터뷰를 바탕으로 한 추정치

그림14. CJ제일제당 주가 & 환율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

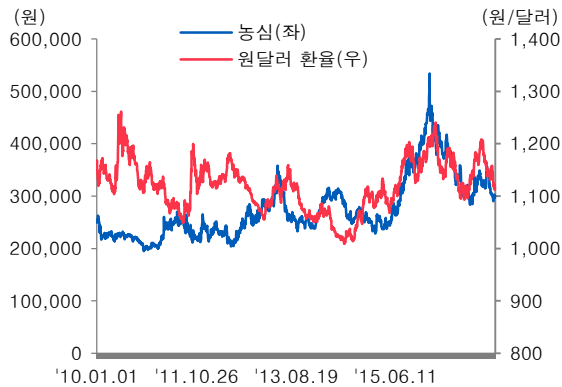
그림15. 오뚜기 주가 & 환율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

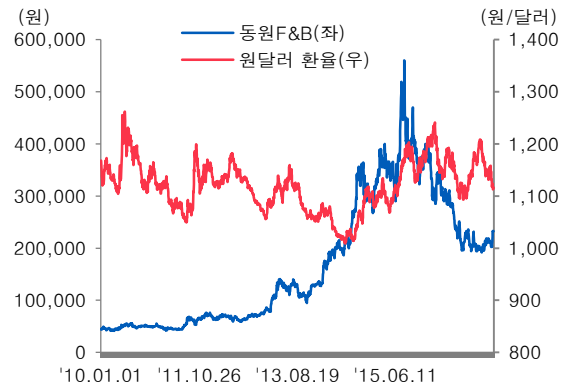
음식료 | 기업별 환율 민감도 분석 & 내수 시장 지배력 확인

그림16. 농심 주가 & 환율 추이



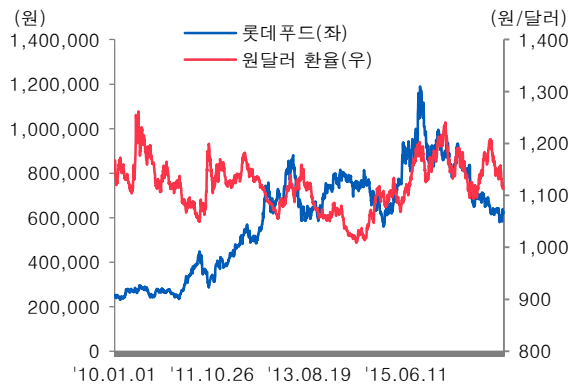
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림17. 동원F&B 주가 & 환율 추이



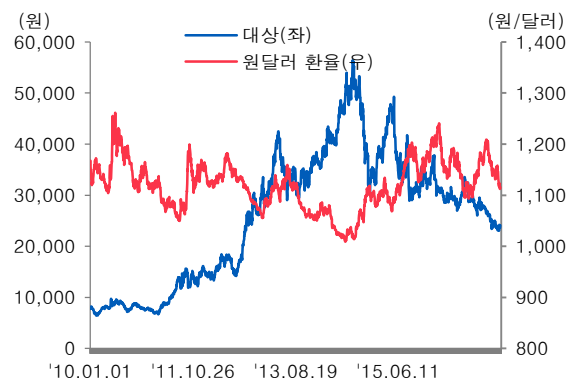
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림18. 롯데푸드 주가 & 환율 추이



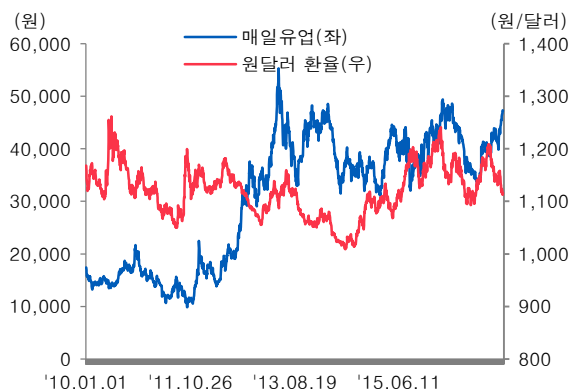
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림19. 대상 주가 & 환율 추이



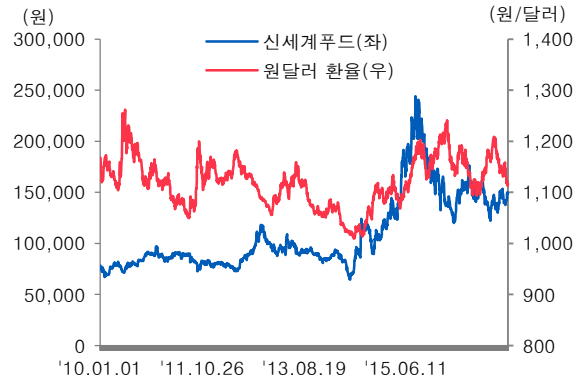
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림20. 매일유업 주가 & 환율 추이



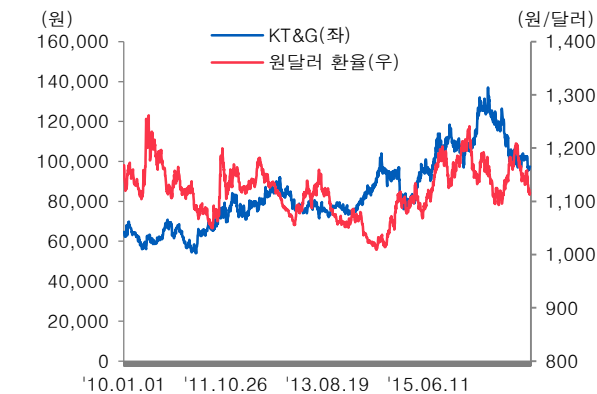
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림21. 신세계푸드 주가 & 환율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림22. KT&G 주가 & 환율 추이



자료: Dataguide, 케이프투자증권

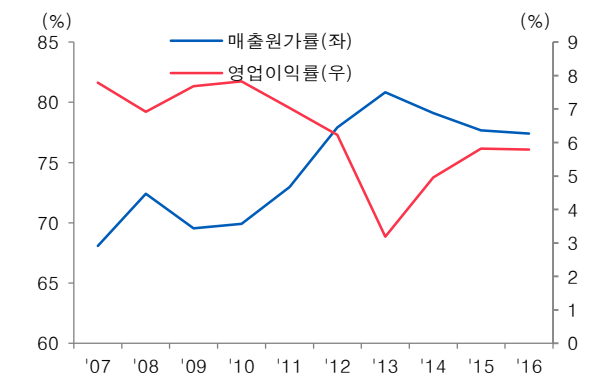
1) 영업단

원가률을 낮추는 것이
이익 상승 기여

매출에서 원가가 차지하는 비중이 크기 때문에 대부분의 음식료 기업들의 매출원가률과 영업이익률은 역방향을 보이고 있다. 특히, CJ제일제당은 매출원가률과 영업이익률이 정확하게 역방향의 그래프를 그리고 있고, 동원F&B도 최근 두 지표간의 상관관계가 크게 나타나고 있다.

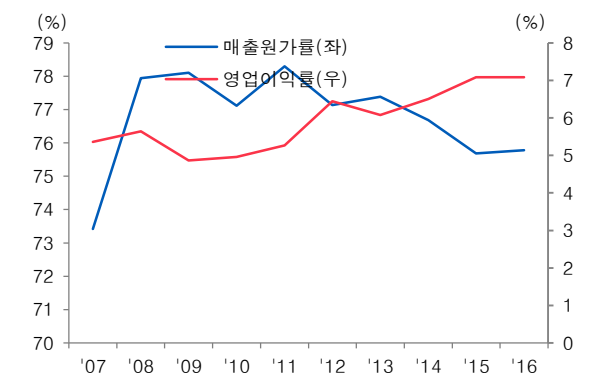
KT&G와 농심은 점차적으로 매출에서 원가 비율이 감소하고 있어 원가에 의한 이익변동성이 줄어들고 있는 추세이다.

그림23. CJ제일제당 원가율 & 영업이익률



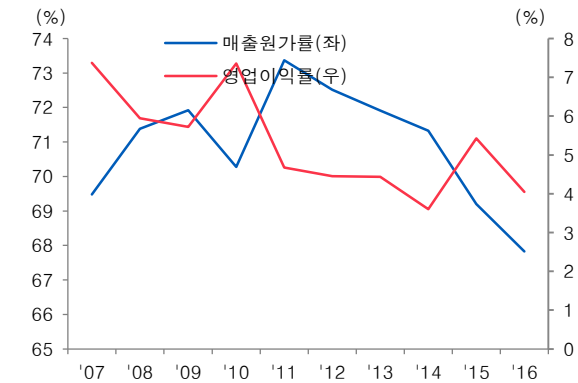
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림24. 오뚜기 원가율 & 영업이익률



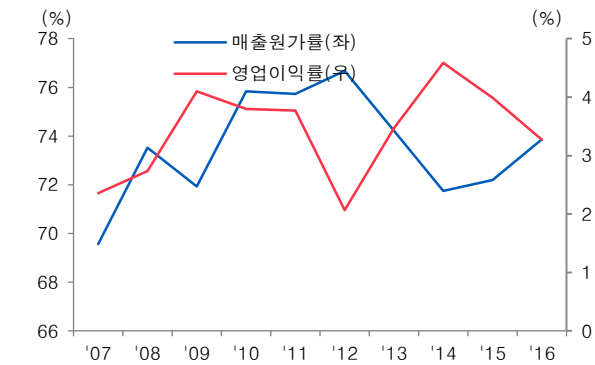
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림25. 농심 원가율 & 영업이익률



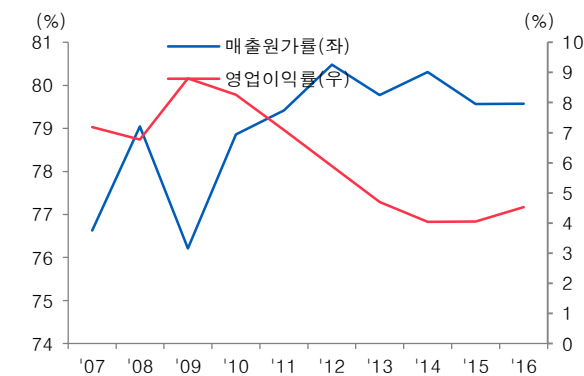
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림26. 동원F&B 원가율 & 영업이익률



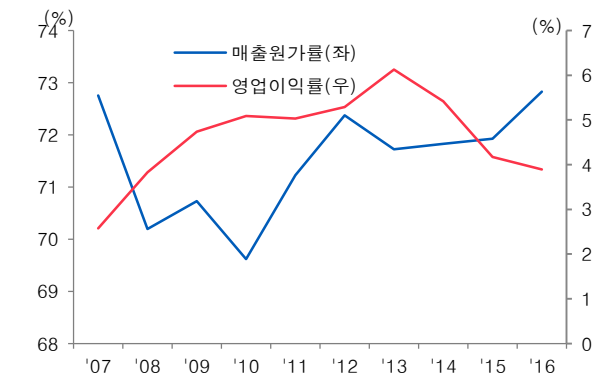
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림27. 롯데푸드 원가율 & 영업이익률



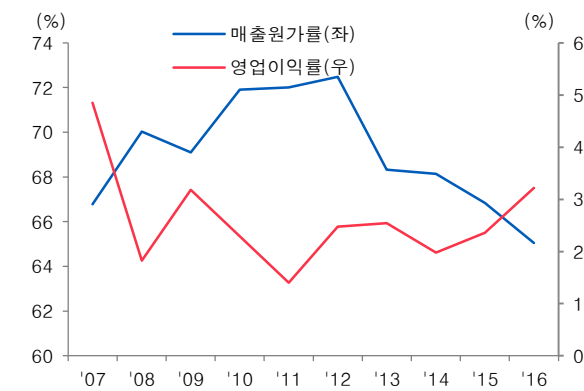
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림28. 대상 원가율 & 영업이익률



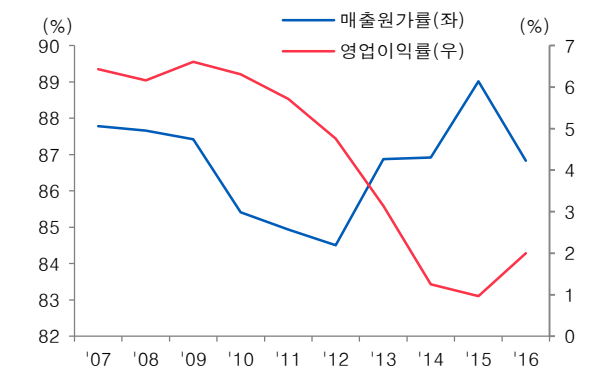
자료: Dataguide, 케이프투자증권

그림29. 매일유업 원가율 & 영업이익률



자료: Dataguide, 케이프투자증권

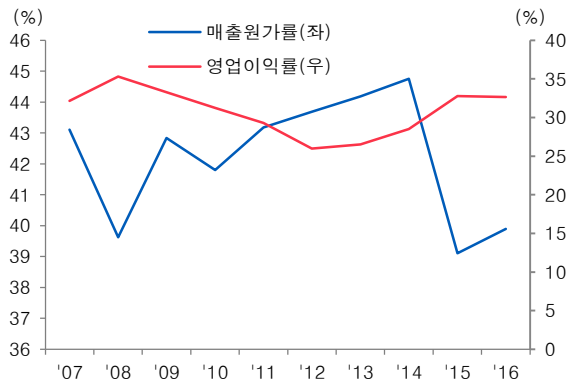
그림30. 신세계푸드 원가율 & 영업이익률



자료: Dataguide, 케이프투자증권

음식료 | 기업별 환율 민감도 분석 & 내수 시장 지배력 확인

그림31. KT&G 원가율 & 영업이익률



자료: Dataguide, 케이프투자증권

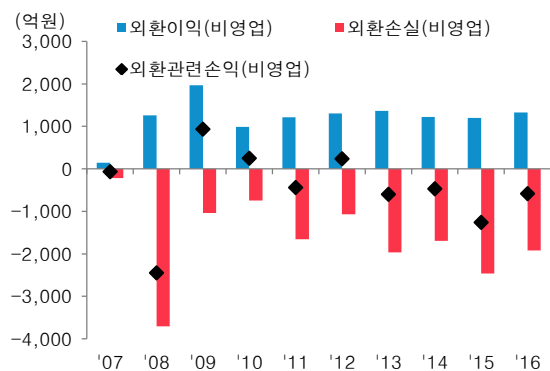
2) 영업외단

CJ제일제당
외화부채가 크지만
점진적으로 리스크
완화 예정

외화자산과 부채규모로 파악한 영업외단의 원화강세 수혜주는 역시 CJ제일제당이다. 영업외단의 환율 노출도를 볼 때 CJ제일제당이 가장 큰 외화 부채를 보유하고 있기 때문이다. 작년 하반기 달러가 강세를 보이며 평가손실이 크게 발생하였는데 최근 원화강세는 외화부채 평가손실 축소라는 측면에서 CJ제일제당에 긍정적 요인이다.

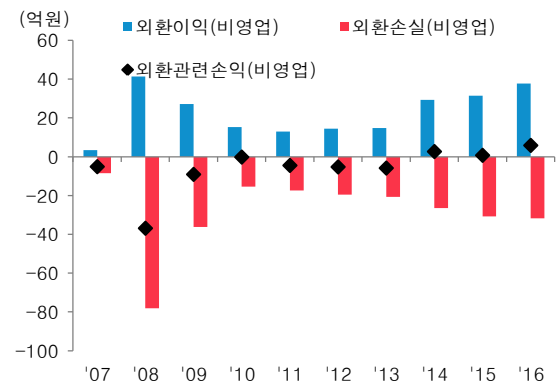
CJ제일제당은 리스크 감소를 위해서 헷징을 하고 있는데, 중국의 외환차입금 헷징 비율을 현재 15%에서 상반기 내 50%까지 확대할 예정이다.

그림32. CJ제일제당 외환관련 이익/손실 추이



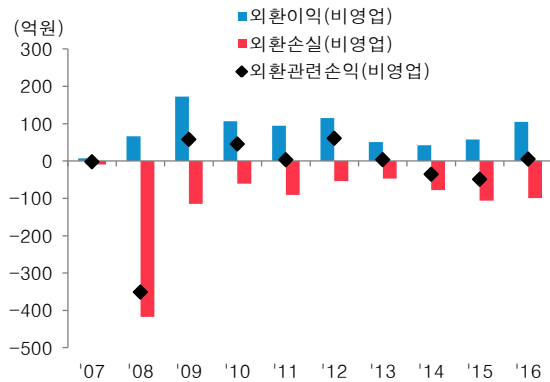
자료:케이프투자증권

그림33. 오뚜기 외환관련 이익/손실 추이



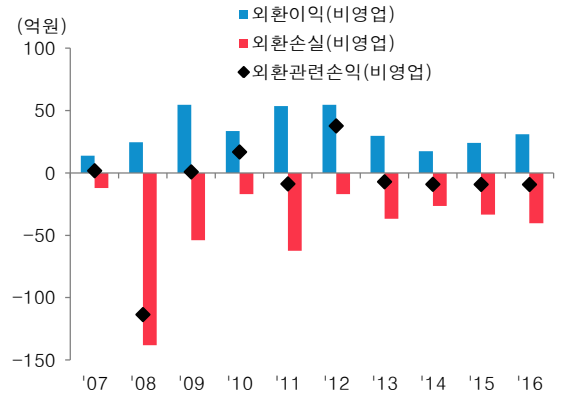
자료: 케이프투자증권

그림34. 농심 외환관련 이익/손실 추이



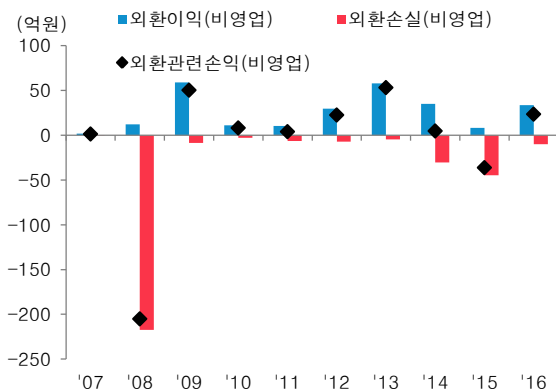
자료:케이프투자증권

그림35. 동원F&B 외환관련 이익/손실 추이



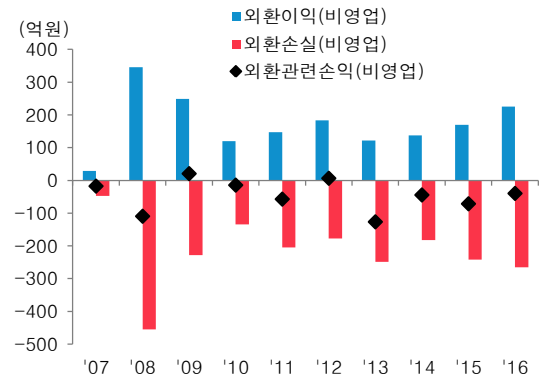
자료: 케이프투자증권

그림36. 롯데푸드 외환관련 이익/손실 추이



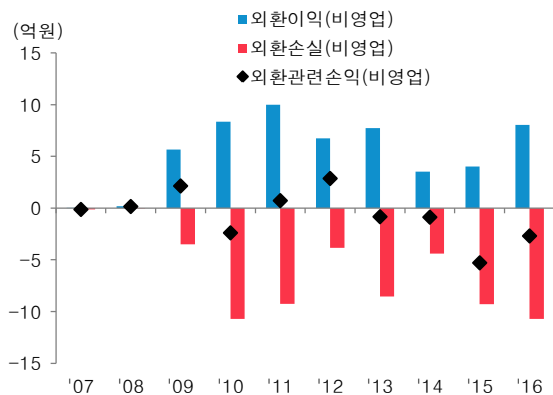
자료:케이프투자증권

그림37. 대상 외환관련 이익/손실 추이



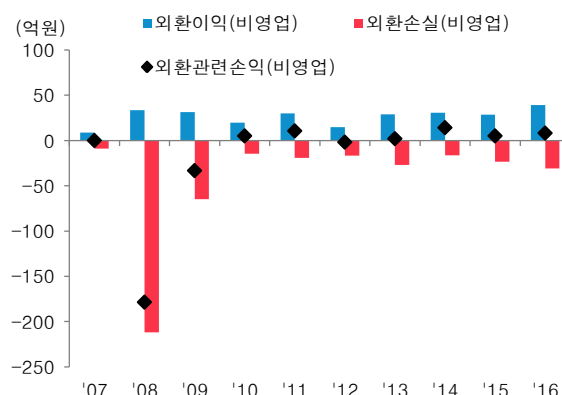
자료: 케이프투자증권

그림38. 신세계푸드 외환관련 이익/손실 추이



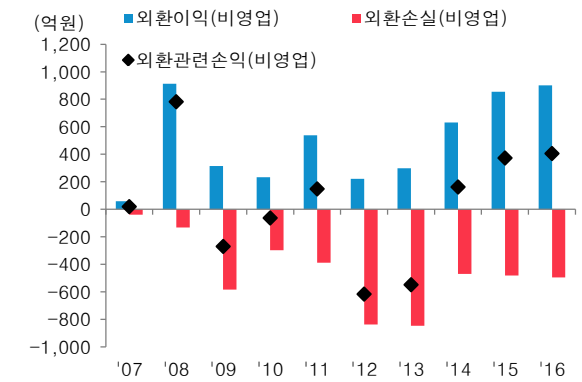
자료:케이프투자증권

그림39. 매일유업 외환관련 이익/손실 추이



자료: 케이프투자증권

그림40. KT&G 외환관련 이익/손실 추이



자료: 케이프투자증권

CAPE

Investment Point #2. 탄탄한 시장 지배력

내수 시장에서 지배력 높은 기업 찾기

내수 회복시
시장지배력이 높은
기업들이 우선적으로
회복할 전망

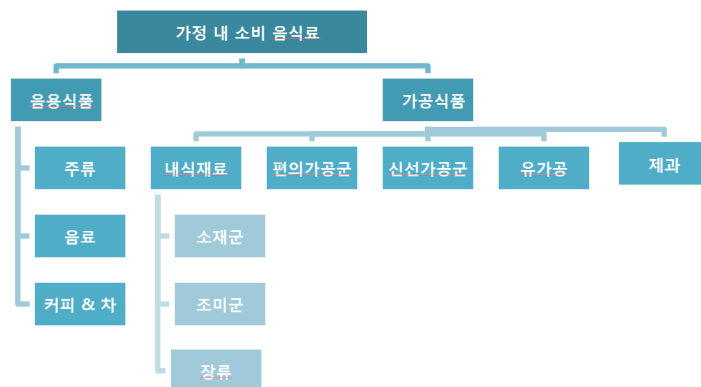
소비 증진 및 소비 심리회복에 따른 내수 시장 회복시 시장 내 노출도가 높은 기업들의 매출과 이익이 우선적으로 상승할 것으로 전망한다.

특히, 여러 제품군들 중 수입 원재료 영향을 크게 받는 시장과 영향이 제한적인 시장으로 구분해서 파악해 보고자 한다. 소재와 장류에서는 CJ제일제당이 독보적 지위를 보이고 있고, 유가공에서는 남양유업, 매일유업, 동원F&B, 빙그레의 지배력이 높다.

수입원재료 영향이 큰 소재와 장류는 CJ제일제당의 MS가 가장 높고 대상과 오투기가 그 뒤를 따라가는 모습이다. 특히, CJ제일제당 MS는 더 확대되고 있는 모습이다.

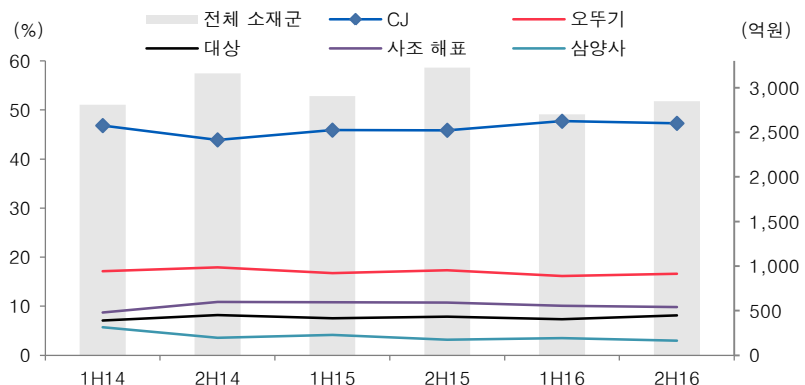
주요 원재료인 원류를 국내 조달 하기 때문에 원재료 단위에서 환율 변동에 제한적인 유가공 시장에서는 서울우유, 남양유업, 매일유업이 Top3기업이다. 최근 동원F&B가 발효유, 치즈뿐 아니라, 우유에서도 높은 성장세를 보이며 MS를 높여가고 있다.

그림41. 식품시장 구분



자료: 케이프투자증권

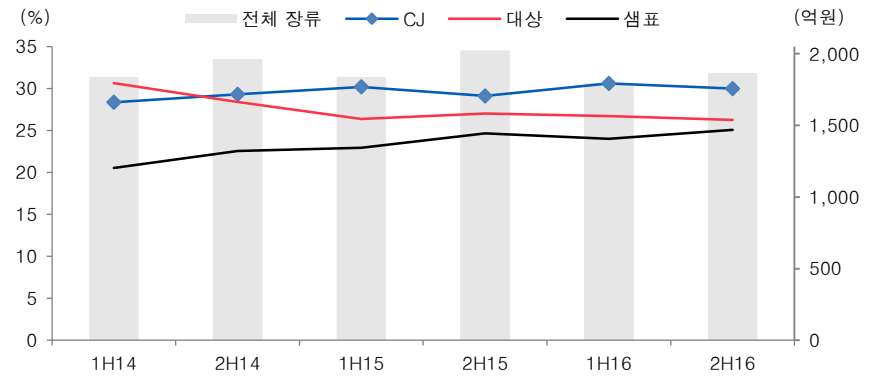
그림42. 소재 시장 기업별 지배력(MS추이)



자료: 한국농수산식품유통공사, 농식품유통교육원, 언론보도, 케이프투자증권

*소재시장 기준: 설탕, 액상당, 밀가루, 프리믹스, 식용유, 참기름

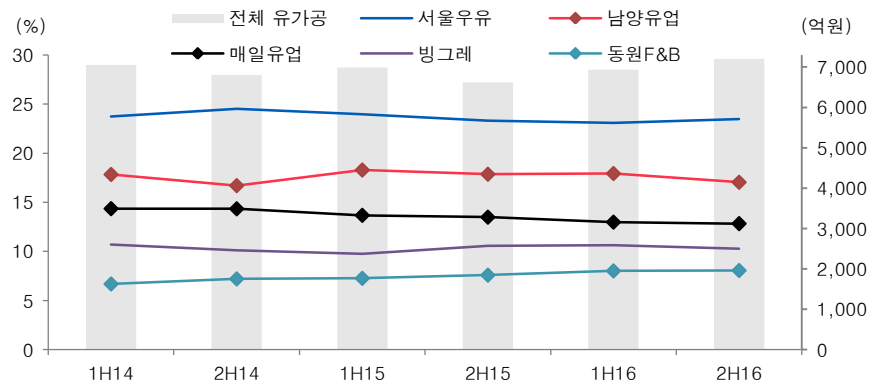
그림43. 장류 시장 기업별 지배력(MS추이)



자료: 한국농수산식품유통공사, 농식품유통교육원, 언론보도, 케이프투자증권

*장류 시장 기준: 고추장, 초고추장, 된장, 쌈장, 간장

그림44. 유가공 시장 기업별 지배력(MS추이)



자료: 한국농수산식품유통공사, 농식품유통교육원, 언론보도, 케이프투자증권

*유가공 시장 기준: 우유, 두유, 치즈, 요거트, 분유

CAPE

추천종목

CJ제일제당, 매일 유업, 신세계푸드, 동원 F&B, 농심

원화강세 최대
수혜주는 CJ제일제당/
안정적 성장주는
매일유업

원화 강세시 우선적으로 가장 수혜를 보는 기업은 CJ제일제당으로 추정한다. 또한 내수 회복 국면에서도 시장에서 지배력이 높은 제당이 빠른 매출과 이익 상승이 있을 것이라 기대한다.

매일유업은 환율 변동에 의한 영향이 아직은 제한적이다. 불확실성이 높은 환율에 배팅하기 보다 안정적으로 성장하는 기업으로서 추천한다. 원유 재고량 감소를 통해 시유쪽 이익이 점진적으로 개선되고 있고, 중국 분유 수출 성장성도 밝다. 인적분할을 통해 제로투세븐과 분리되면 본업의 가치는 더욱 상승할 것이다.

- ◆ Top Pick: CJ제일제당, 매일 유업
- ◆ 추천주: 신세계푸드, 농심, 동원F&B, 롯데푸드



이 페이지는 편집상 공백입니다.

기업분석

CJ제일제당 (097950KS Buy 유지 TP 550,000원 유지)	22
매일유업 (005990KQ Buy 유지 TP 62,000원 상향)	24

Analyst 김태현 · 02)6923-7312 · thkim@capefn.com / RA 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

CJ제일제당 (097950KS | Buy 유지 | TP 550,000원 유지)**원화강세의 최대 수혜주! 이익 점진적 개선 전망**

1Q17소재와 사료 사업부의 실적 부진으로 추정치를 하향 조정합니다. 하지만 2분기에는 부진한 사업부 개선이 예상되며, 가공식품의 고성장, 바이오 이익 개선, 글로벌 대형 M&A 기대감은 유효합니다. 또한 주요 기업 중 환율 민감도가 가장 크게 나타나며 최근 원화강세 최대 수혜주로 판단합니다. 투자의견 Buy, 목표주가 55만원, Top Pick 유지하겠습니다.

1Q17은 추정치 하향 조정

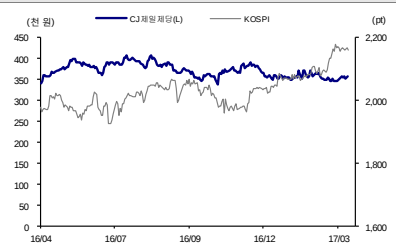
- 1Q17는 연결 매출액 3조 8,755억원(+9.7%,YoY), 영업이익은 2,300억원(-1.2%,YoY) 전망
- 대한통운 제외 별도 매출액은 2조 4,019억원(+9.5%,YoY), 영업이익은 1,745(-4.7%,YoY) 예상
- 가공식품(+10.4%,YoY), 바이오(+13.2%,YoY) 사업부에서는 증익이 예상되지만 소재 사업 이익 감소와 베트남 사료 사업부 실적 부진(2월부터 사업 재계)으로 1분기 추정치 하향 조정

점진적 개선 전망! 연간 실적은 무리 없을 듯

- 국내외 시장에서 가공식품 사업 고성장 추이 유지. 미국과 중국뿐 아니라, 베트남과 러시아 쪽으로 지역 확장. 특히, 베트남의 경우 최근 수산가공업체인 민달푸드 (매출액 약 130억원, 지분율 64.9%) 인수하며 본격적 사업 시작 예정
- 감익이 있던 소재 쪽은 원화강세로 인한 원가 개선과 함께 판가(프로모션 비중 조절을 통한 인상) 인상을 통해 2분기부터 증익 가능할 전망
- 라이신 판가가 중국 판가 대비 변동 폭이 축소 되면서 안정적으로 이익 발현 예상. 중국 옥수수 가격 상승으로 판가 인상 또한 예측 됨

투자의견 Buy, 목표주가 550,000원, Top Pick 유지

- 가공식품 사업의 고성장, 글로벌 대형 M&A 기대감, 바이오 사업부 이익 개선 유효. 원화강세 수혜 기대
- 소재와 사료에서 1Q17 실적이 부진할 것으로 예상되지만 2Q부터는 회복 전망

Stock Data

주가(4/4)	356,500원		
액면가	5,000원		
시가총액	4,898십억원		
52주 최고/최저가	406,500원/ 338,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	-3.0	4.4
상대주가(%)	-3.4	-7.8	-4.4

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
매출액	(십억원)	11,702	12,924	14,563	16,094	17,499
영업이익	(십억원)	580	751	844	988	1,107
영업이익률	(%)	5.0	5.8	5.8	6.1	6.3
순이익	(십억원)	92	189	276	350	430
EPS	(원)	6,369	13,073	19,044	24,171	29,665
증감률	(%)	-21.3	105.3	45.7	26.9	22.7
PER	(배)	48.1	28.9	18.8	14.6	11.9
PBR	(배)	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2
ROE	(%)	2.8	4.9	6.2	7.2	8.2
EV/EBITDA	(배)	11.2	10.1	9.6	8.2	7.4
순차입금	(십억원)	5,300	5,002	5,652	5,581	5,095
부채비율	(%)	170.4	155.4	160.1	153.9	145.1

CJ제일제당 | 원화강세의 최대 수혜주! 이익 점진적 개선 전망

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E
유동자산	4,019	4,881	5,318	5,973	매출액	12,924	14,563	16,094	17,499
현금및현금성자산	530	644	612	933	증가율(%)	10.4	12.7	10.5	8.7
매출채권 및 기타채권	1,771	2,201	2,432	2,644	매출원가	10,038	11,275	12,403	13,492
재고자산	1,098	1,280	1,434	1,468	매출총이익	2,886	3,288	3,691	4,007
비유동자산	9,733	10,886	10,881	10,924	매출총이익률(%)	22.3	22.6	22.9	22.9
투자자산	740	817	878	939	판매비와 관리비	2,135	2,444	2,703	2,900
유형자산	6,690	7,281	7,285	7,325	영업이익	751	844	988	1,107
무형자산	1,737	2,334	2,263	2,205	영업이익률(%)	5.8	5.8	6.1	6.3
자산총계	13,751	15,766	16,198	16,897	EBITDA	1,235	1,375	1,604	1,725
유동부채	4,336	4,699	4,913	5,078	EBITDA M%	9.6	9.4	10.0	9.9
매입채무 및 기타채무	1,584	1,939	2,142	2,330	영업외손익	-387	-315	-291	-284
단기차입금	1,441	1,801	1,830	1,815	지분법관련손익	21	1	20	22
유동성장기부채	1,148	773	736	711	금융손익	-263	-212	-221	-218
비유동부채	4,030	5,007	5,052	5,065	기타영업외손익	-145	-104	-90	-89
사채 및 장기차입금	3,089	4,054	4,004	3,929	세전이익	365	528	697	823
부채총계	8,366	9,706	9,966	10,144	법인세비용	111	175	248	272
지배기업소유지분	3,143	3,409	3,724	4,119	당기순이익	254	354	449	551
자본금	72	72	72	72	지배주주순이익	189	276	350	430
자본잉여금	923	924	924	924	지배주주순이익률(%)	2.0	2.4	2.8	3.1
이익잉여금	2,334	2,567	2,881	3,276	비지배주주순이익	64	78	99	121
기타자본	-186	-154	-154	-154	기타포괄이익	-12	30	0	0
비지배지분	2,242	2,651	2,750	2,871	총포괄이익	242	384	449	551
자본총계	5,385	6,060	6,474	6,989	EPS 증가율(%, 지배)	105.3	45.7	26.9	22.7
총차입금	5,779	6,706	6,651	6,539	이자손익	-166	-161	-171	-164
순차입금	5,002	5,652	5,581	5,095	총외화관련손익	-126	-59	-47	-60

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E		2015A	2016A	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,155	800	1,148	1,372	총발행주식수(천주)	13,158	13,162	13,165	13,165
영업에서 창출된 현금흐름	1,253	952	1,397	1,644	시가총액(십억원)	4,967	4,705	4,654	4,654
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	377,500	357,500	353,500	353,500
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	13,073	19,044	24,171	29,665
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	223,904	242,224	263,899	291,122
법인세부담액	-99	-151	-248	-272	DPS(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
투자활동 현금흐름	-693	-1,409	-657	-721	PER(X)	28.9	18.8	14.7	12.0
유동자산의 감소(증가)	0	-161	-48	-54	PBR(X)	1.7	1.5	1.4	1.2
투자자산의 감소(증가)	-44	-77	-41	-39	EV/EBITDA(X)	10.1	9.6	8.2	7.5
유형자산 감소(증가)	-644	-807	-540	-581	ROE(%)	4.9	6.2	7.2	8.2
무형자산 감소(증가)	-76	-691	-10	-20	ROA(%)	1.9	2.4	2.8	3.3
재무활동 현금흐름	-364	726	-282	-336	ROIC(%)	5.5	5.8	6.2	7.0
사채 및 차입금증가(감소)	-204	0	0	0	배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7
자본금및자본잉여금 증감	9	2	0	0	부채비율(%)	155.4	160.1	153.9	145.1
배당금 지급	-42	-54	-35	-35	순차입금/자기자본(%)	92.9	93.3	86.2	72.9
외환환산으로 인한 현금변동	-3	0	0	0	유동비율(%)	92.7	103.9	108.2	117.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	4.2	4.7	5.2	5.9
현금증감	94	0	0	0	총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.1
기초현금	436	0	0	0	매출채권 회전율	7.1	7.3	6.9	6.9
기말현금	530	0	0	0	재고자산 회전율	11.9	12.2	11.9	12.1
FCF	481	-45	608	792	매입채무 회전율	6.7	6.4	6.1	6.0

자료: 케이프투자증권

Analyst 김태현 · 02)6923-7312 · thkim@capefn.com / RA 조미진 · 02)6923-7317 · mj27@capefn.com

매일유업 (005990KQ | Buy 유지 | TP 62,000원 상향)**2017년에도 실적 향상은 계속 된다**

고수익 제품 위주의 Product Mix와 시유 적자 감소, 중국 조제분유 판매로 인한 성장은 2017년에도 유효 합니다. 여기에 적자 사업부인 제로투세븐과 분리는 본업가치를 향상시키는 계기가 될 것으로 봅니다. 2017년에도 안정적으로 실적 향상될 것으로 전망하며 17년 EPS 추정치 상향에 따라 목표주가 62,000원으로 상향 조정합니다.

본업 가치 계속 상승

- 1Q17은 매출액 4,164억원(+5.9%,YoY), 영업이익 130억(+47.7%,YoY) 전망
- 원유 채고 감소에 따른 수급 정상화와 원유 기준가격 인하(-1.9%)로 인해 시유 이익 개선 기대
- 중국 분유 시장 성장성 유효, 사드(THAAD) 우려가 있으나 분유는 마트가 아닌 영유아 용품 전문 매장 내 구입 비중이 80% 이상으로 마트 내 제품 이탈 우려 제한적. 경쟁사들과 달리, 2018년부터 시행될 중국 내 수입 제품 브랜드 제한 정책에도 피해 없음 (현재 브랜드 3개 운용)
- 고수익 유기농 제품과 RTD Coffee 고성장도 유지될 예상
- 수출비중이 아직 낮은 수준이지만 원재료의 대부분을 국내에서 조달하기 때문에 환율에 의한 이익 변동성 제한적. 안정적으로 성장하는 기업

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 상향 조정, 중소형주 Top Pick

- 2017년 EPS를 약 13% 상향 조정함에 따라, 목표주가도 약 13% 상향함 (Target PER 17배 유지)
- 중국 조제 분유시장에서 성장성 유효, 원유 채고 하락으로 수급 정상화를 통한 이익 개선, 커피등
- 인적분할로 제로투세븐이 지주회사로 이동하면 본업 가치 향상될 예정

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
매출액	(십억원)	1,448	1,542	1,635	1,723	1,803
영업이익	(십억원)	29	36	53	72	77
영업이익률	(%)	2.0	2.4	3.2	4.2	4.3
순이익	(십억원)	24	27	40	50	54
EPS	(원)	1,805	2,001	2,964	3,672	3,939
증감률	(%)	11.5	10.9	48.1	23.9	7.3
PER	(배)	20.6	22.1	13.5	12.7	11.8
PBR	(배)	1.4	1.6	1.3	1.4	1.2
ROE	(%)	6.3	6.6	8.0	9.2	9.1
EV/EBITDA	(배)	9.6	9.7	6.8	5.1	4.6
순차입금	(십억원)	76	74	56	15	-28
부채비율	(%)	99.9	106.3	103.9	81.5	71.9

매일유업 | 2017년에도 실적 향상은 계속 된다

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E	(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E
유동자산	473	513	517	551	매출액	1,542	1,635	1,723	1,803
현금및현금성자산	103	103	85	99	증가율(%)	6.5	6.0	5.4	4.7
매출채권 및 기타채권	172	181	191	200	매출원가	1,031	1,063	1,110	1,160
재고자산	174	183	193	202	매출총이익	512	571	613	644
비유동자산	362	372	364	357	매출총이익률(%)	33.2	35.0	35.6	35.7
투자자산	26	26	28	29	판매비와 관리비	475	519	541	566
유형자산	247	250	242	236	영업이익	36	53	72	77
무형자산	14	17	15	13	영업이익률(%)	2.4	3.2	4.2	4.3
자산총계	836	886	881	908	EBITDA	73	93	132	136
유동부채	239	285	234	239	EBITDA M%	4.7	5.7	7.7	7.5
매입채무 및 기타채무	195	214	203	212	영업외손익	-1	-4	-14	-15
단기차입금	25	8	5	3	지분법관련손익	0	0	1	1
유동성장기부채	7	44	6	3	금융손익	-2	1	-8	-8
비유동부채	191	167	152	131	기타영업외손익	0	-5	-7	-8
사채 및 장기차입금	155	138	122	100	세전이익	35	48	57	62
부채총계	430	451	386	370	법인세비용	9	15	15	17
지배기업소유자본	364	400	446	497	당기순이익	26	34	42	45
자본금	7	7	7	7	지배주주순이익	27	40	50	54
자본잉여금	67	73	73	73	지배주주순이익률(%)	1.7	2.1	2.4	2.5
이익잉여금	323	361	408	459	비지배주주순이익	-1	-6	-8	-9
기타자본	-32	-41	-41	-41	기타포괄이익	-4	-4	0	0
비지배자본	41	35	27	18	총포괄이익	22	30	42	45
자본총계	405	434	473	515	EPS 증가율(%, 지배)	10.9	48.1	23.9	7.3
총차입금	196	198	141	114	이자손익	-2	-2	-1	0
순차입금	74	56	15	-28	총외화관련손익	1	1	1	1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2015A	2016A	2017E	2018E		2015A	2016A	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	65	66	72	95	총발행주식수(천주)	13,400	13,579	13,608	13,608
영업에서 창출된 현금흐름	77	83	89	112	시가총액(십억원)	592	545	632	632
이자 수취	2	2	3	3	주가(원)	44,200	40,150	46,450	46,450
이자 지급	-4	-4	-4	-3	EPS(원)	2,001	2,964	3,672	3,939
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	28,280	30,988	34,360	38,068
법인세부담액	-9	-14	-15	-17	DPS(원)	125	250	250	250
투자활동 현금흐름	-54	-69	-52	-52	PER(X)	22.1	13.5	12.7	11.8
유동자산의 감소(증가)	1	-21	-2	-2	PBR(X)	1.6	1.3	1.4	1.2
투자자산의 감소(증가)	8	0	-1	-1	EV/EBITDA(X)	9.7	6.8	5.1	4.6
유형자산 감소(증가)	-50	-44	-51	-51	ROE(%)	6.6	8.0	9.2	9.1
무형자산 감소(증가)	-2	-5	0	0	ROA(%)	3.2	3.9	4.7	5.0
재무활동 현금흐름	19	2	-60	-30	ROIC(%)	6.8	9.0	12.5	13.1
사채 및 차입금증가(감소)	28	3	-57	-27	배당수익률(%)	0.3	0.6	0.5	0.5
자본금및자본잉여금 증감	0	6	0	0	부채비율(%)	106.3	103.9	81.5	71.9
배당금 지급	-2	-2	-3	-3	순차입금/자기자본(%)	18.2	12.9	3.1	-5.4
외환환산으로 인한 현금변동	1	1	0	0	유동비율(%)	197.9	180.3	221.1	230.2
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	6.9	10.6	16.8	24.1
현금증감	31	0	-40	13	총자산회전율	1.9	1.9	2.0	2.0
기초현금	72	103	103	63	매출채권 회전율	9.3	9.3	9.2	9.2
기말현금	103	103	63	75	재고자산 회전율	8.5	9.2	9.2	9.1
FCF	13	21	22	45	매입채무 회전율	5.4	5.2	5.3	5.6

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

CJ제일제당(097950)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016.11.23	2016.11.23	2017.01.25	2017.02.10	2017.03.05	2017.04.05	
투자의견	담당자변경	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가		550,000원	550,000원	550,000원	550,000원	550,000원	
제시일자							
투자의견							
목표주가							

매일유업(005990)

주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017.03.05	2017.04.05					
투자의견	BUY	BUY					
목표주가	55,000원	62,000원					
제시일자							
투자의견							
목표주가							

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(0%~15%) · REDUCE(0% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.68%) · 매도(0%) · 중립(5.32%)	* 기준일 2016.12.31까지

Compliance

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

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

리서치본부장
지기호/기술적분석
02)6923-7330
khchi@capefn.com

투자전략팀

Analyst

내선번호

E-Mail

이코노미스트(총괄)

김유겸

6923-7332

yukyum@capefn.com

채권/크레딧

최운선

6923-7344

run4u@capefn.com

투자전략

윤영교

6923-7352

skyhum00@capefn.com

시황

김예은

6923-7349

yekim@capefn.com

경제 RA

강가림

6923-7338

galim0224@capefn.com

전략 RA

김윤보

6923-7331

younbokim@capefn.com

기업분석팀

Analyst

내선번호

E-Mail

스몰캡/통신서비스(총괄)

김인필

6923-7351

ipkim01@capefn.com

철강/금속/인터넷/게임

김미송

6923-7336

misongkim@capefn.com

지주회사/유통

김태현

6923-7312

thkim@capefn.com

정유/화학/유틸리티

이지연

6923-7319

jylee@capefn.com

자동차/타이어

신재영

6923-7341

jyshin@capefn.com

조선/기계

최진명

6923-7337

insightjm@capefn.com

음식료

조미진

6923-7317

mj27@capefn.com

건설/건자재

김기룡

6923-7321

kirykim@capefn.com

휴대폰/전기전자

고의영

6923-7345

keuiy@capefn.com

화장품

강수민

6923-7362

soomin913@capefn.com

스몰캡 RA

최서희

6923-7324

soyichoi598@capefn.com

유통/자동차/조선 RA

류수재

6923-7313

rsj0897@capefn.com

철강/게임·인터넷/건설 RA

홍준기

6923-7315

joonkih00@capefn.com

정유화학/유틸리티/음식료 RA

장 영

6923-7311

youngjang313@capefn.com

Compliance

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