

# 2018

## IBKS OUTLOOK

## 음식료 (Overweight)

### 생존의 시대

음식료업종에 대한 투자 의견은 '비중확대(Overweight)'를 유지한다. 심화되는 경쟁 강도를 고려하면 내년에도 판관비 절감은 쉽지 않겠다. 다만 원화 강세와 더불어 원재료 가격이 하향 안정화됨에 따라 원가 개선이 가능할 전망이다. 더욱이 사드 이슈가 기저로 작용하고 구조조정 효과가 예상되는 바, 올해보다 수익성이 개선될 것으로 전망된다. 다만, 근본적측면에서 국내 식품 시장의 저성장이 장기화되는 가운데 지속 성장, 즉 '생존'을 위한 식품업계의 절박한 움직임은 그 어느 때보다 활발해질 것으로 예상된다.

생존을 위한 움직임은 '파이 확대'라는 궁극적 목표하에 크게 3가지 형태로 나타날 전망이다. 첫째, '신사업 진출 확대'다. 식품 산업 내 높은 성장 잠재력을 보유한 HMR(가정 간편식), 생수 시장으로 유가공, 식자재유통 등 다양한 업계에서 공격적인 시장 진출이 잇따를 것으로 예상된다. 둘째, '신제품 출시 확대'다. 이는 경쟁 강도가 높고, 이미 일정수준의 성장 한계치에 도달한 라면과 주류 및 담배 시장에서 두드러지게 나타날 것으로 전망된다. 마지막으로 '판로 확대'다. 산업 전반에 걸쳐 나타날 것으로 예상되는 움직임으로, 1인 가구 증가세로 소비자의 편의점 먹거리에 대한 수요가 늘 것으로 예상되는 가운데 편의점과의 연결고리를 강화해 나갈 것으로 예상된다. 또 사드 이슈를 계기로 내년 포스트 차이나 시대를 준비하는 움직임이 더 적극성을 띠 것으로 예상된다.

치열한 생존의 시대에서는 오랜 기간 '파이 확대' 과정을 거쳐 다양한 품목에서 이미 높은 시장 경쟁력을 보유한 종합식품 선두업체의 투자 매력도가 높다는 의견이다. 앞서 브랜드 인지도 구축, 제품 프로모션 등 비용을 투입해 판매량을 확대한 CJ제일제당과 오뚜기는 내년 규모의 경제 효과에 따른 수익성 개선이 본격화될 것으로 전망돼 주목된다.

### TOP PICKS

#### CJ제일제당 (097950)

투자 의견	매수(유지)
목표주가	520,000원
현재가 (11/29)	404,000원

#### 오뚜기 (007310)

투자 의견	매수(유지)
목표주가	1,000,000원
현재가 (11/29)	809,000원

Analyst

김태현

02) 6915-5658

kith0923@ibks.com

Quantitative Analyst

이창환

02) 6915-5673

ch.lee@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## CONTENTS

I. 2018 음료 업종 전망 .....	4
1. 원가 하락으로 수익성 개성 기대감 높아.....	4
2. 저성장 속에서 먹거리 무한 경쟁의 시대 돌입.....	5
II. 생존 제1법칙: 신사업 확대.....	6
1. 가정간편식(HMR), 1순위 신사업 아이템.....	6
2. 생수, 지금은 춘추전국시대 .....	19
III. 생존 제2법칙: 신제품 확대.....	25
1. 맥주업계, 생존을 위한 몸부림.....	25
2. 라면, 신제품이 성장 견인.....	29
3. 껌형 전자담배, 시장 성장 본격화.....	33
4. 스테디셀러의 변신, 나를 잊지 말아요.....	37
IV. 생존 제3법칙_ 판매처 확대.....	39
1. 편의점의 질적 성장에 편승.....	39
2. 포스트 차이나 시대 준비.....	46
퀀트로 보는 음료 업종 매력도 분석.....	49
I. 퀀트로 보는 음료 업종 매력도 분석.....	49
II. 퀀트 업종 팩터 모델을 이용한 업종간 상대적 투자 매력도 .....	54

기업분석.....	72
CJ제일제당 (097950):	
2018년, 업종 지수 반등은 내가 이끈다 / 매수(유지) / 목표주가: 520,000원.....	72
오투기 (007310):	
내년 규모의 경제로 본격적인 수익성 개선 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 1,000,000원.....	80
하이트진로 (000080):	
2018년, 필라이트를 잇는 신제품 출시 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 32,000원.....	91
KT&G (033780):	
컬러형 전자담배 시장 확대의 수혜 전망 / 매수(유지) / 목표주가: 140,000원.....	99
국내외 동종업체 비교 .....	107
▶ 담배.....	108
▶ 음료.....	109
▶ 주류.....	110
▶ 제과.....	111
▶ 라면.....	112
▶ 분유.....	113

## I. 2018 음식료 업종 전망

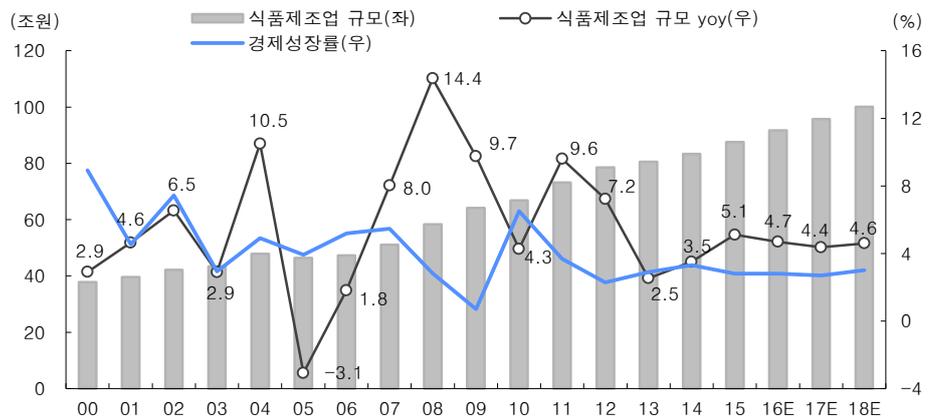
### 1. 원가 하락으로 수익성 개선 기대감 높아

음식료업종에 대한 투자 의견은 ‘비중확대(Overweight)’를 유지한다. 심화되는 경쟁 강도를 고려하면 내년에도 판관비 절감은 쉽지 않겠다. 다만 원화 강세와 더불어 원재료 가격이 하향 안정화됨에 따른 원가 개선이 기대되고, 사드 기저 및 구조조정 효과가 예상되는 바, 올해보다 수익성이 개선될 것으로 전망된다.

내년 실적 측면에서 수익성 개선 기대감이 높은 상황이지만, 국내 식품 시장의 저성장 국면에서 지속 성장 모멘텀, 즉 ‘생존’을 위한 식품업계의 절박한 움직임은 그 어느 때보다 활발해질 것으로 예상된다.

2018년 국내 식품 산업 규모는 100.1조원(식료품 83.7조+음료 11.9조+담배4.2조)으로 전년대비 4.6% 증가할 것으로 전망된다. 식품제조업 전체 규모가 완만한 증가추세에 있지만, 전년대비 증가율은 2008년 14.4%를 고점으로 다소 둔화되어 있는 상황이다.

그림 1. 식품제조업 성장률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

주1: 식품제조업 규모는 출하액 기준, 식료품·음료·담배제조업 포함(농축산물 및 물류, 도소매, 외식 서비스 제외함)

주2: 2016-18은 품목별 출 IBK투자증권 추정치

## 2. 저성장 속에서 먹거리 무한 경쟁의 시대 돌입

생존을 위한 움직임은 ‘파이 확대’라는 궁극적 목표하에 크게 3가지 형태로 나타날 전망이다.

첫째, ‘신사업 진출 확대’다.

신사업에 진출한다는 것은 그만큼 주력으로 하는 카테고리(품목)의 중장기 시장 축소 가능성이 높다는 의미로 해석할 수도 있다. 이에 식품 산업 내 높은 성장 잠재력을 보유한 HMR(가정간편식), 생수 시장으로 유가공, 식자재유통 등 다양한 업계에서 공격적인 시장 진출이 잇따를 것으로 예상된다.

둘째, ‘신제품 출시 확대’다.

이는 경쟁 강도가 높고, 이미 일정수준의 성장 한계치에 도달한 라면과 주류 및 담배 시장에서 두드러지게 나타날 것으로 전망된다.

마지막으로 ‘판로 확대’다.

산업 전반에 걸쳐 나타날 것으로 예상되는 움직임으로, 1인 가구 증가세로 소비자의 편의점 먹거리에 대한 수요가 늘 것으로 예상되는 가운데 편의점과의 연결고리를 강화해 나갈 것으로 예상된다. 또 사드 이슈를 계기로 내년 포스트 차이나 시대를 준비하는 움직임이 더 적극성을 띠 것으로 예상된다.

치열한 생존의 시대에서는 오랜 기간 ‘파이 확대’ 과정을 거쳐 다양한 품목에서 이미 높은 시장 경쟁력을 보유한 종합식품 선두업체의 투자 매력도가 높다는 의견이다. 앞서 브랜드 인지도 구축, 제품 프로모션 등 비용을 투입해 판매량을 확대한 CJ제일제당과 오뚜기는 내년 규모의 경제 효과에 따른 수익성 개선이 본격화될 것으로 전망돼 주목된다.

## II. 생존 제1법칙: 신사업 확대

### 1. 가정간편식(HMR), 1순위 신사업 아이템

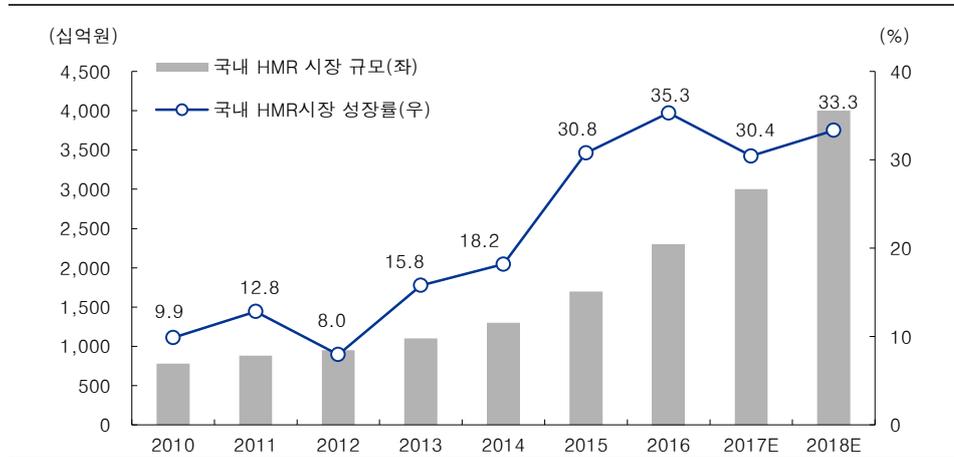
#### 1) 성장성

추가 성장 원동력은 1~2인 가구 증가세에서 비롯

현재 식품산업 내에서 HMR(가정간편식)보다 높은 성장세를 보이는 시장이 있을까? 국내 HMR 시장 규모는 2010년 7,700억원에서 2016년 2조 3,000억원으로 연평균 19.7%의 가파른 성장세를 나타냈다. 같은 기간 국내 식품제조업의 연평균성장률이 5.4%임을 고려하면 놀라운 성장세다. 그래서인지 사업 영역 확대는 HMR(가정간편식)로 집중되고 있다.

1인 가구 증가에 따른 편의성 추구 성향이 HMR시장 성장의 원동력으로 작용하고 있다. 작년 27.1%였던 1인 가구 비중이 2020년에는 29.6%, 2025년 31.3%로 확대돼 2035년에는 전체 가구의 1/3이 1인 가구가 될 전망이다. HMR 시장의 성장 잠재력이 여전히 높다고 보는 이유다. 올해는 2016년 대비 약 30% 증가한 3조원으로 예상되며, 내년에도 최근 3년(15-17E)과 유사한 성장세가 이어진다면, 2018년 HMR시장 규모는 약 4조원에 달할 전망이다.

그림 2. 국내 HMR시장 규모 추이



자료: CJ제일제당, 농식품유통교육원, IBK투자증권 리서치센터

### HMR 관련 품목 출하량 증가세 두드러져

HMR제품군으로 분류되는 레토르트 식품과 냉동조리 식품의 출하량 증가세가 다른 품목 대비 월등히 높다. 레토르트 식품의 출하량은 2000년 21,276(m/t)에서 2016년 109,915(m/t)로 5.2배 증가했고, 같은 기간 냉동조리 식품은 2000년 163,541(m/t)에서 2016년 445,079(m/t)으로 2.7배 증가했다. 올해 레토르트 식품과 냉동조리식품 출하량은 작년 대비 각각 32.8%, 6.3% 늘 것으로 예상되며 내년에도 출하량 증가세는 이어질 전망이다.

그림 3. 품목별 출하량 상대 비교

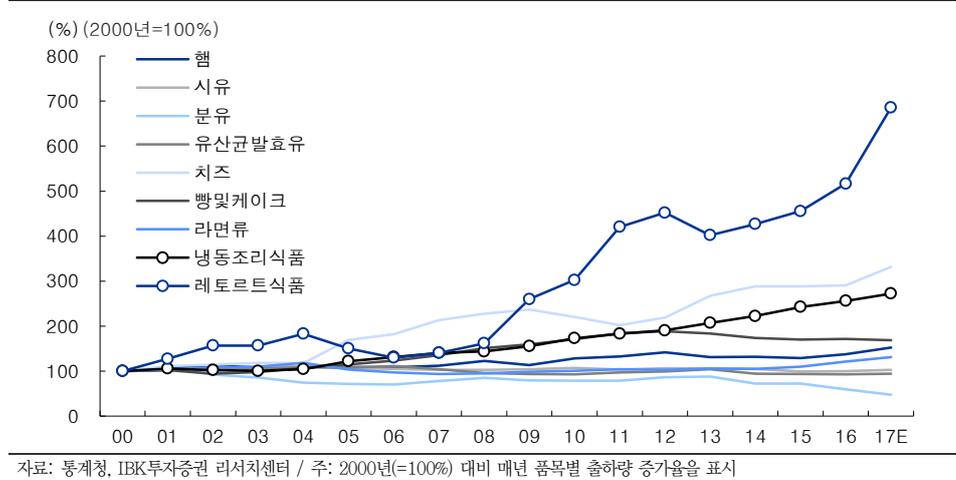


그림 4. 레토르트식품 출하량 추이

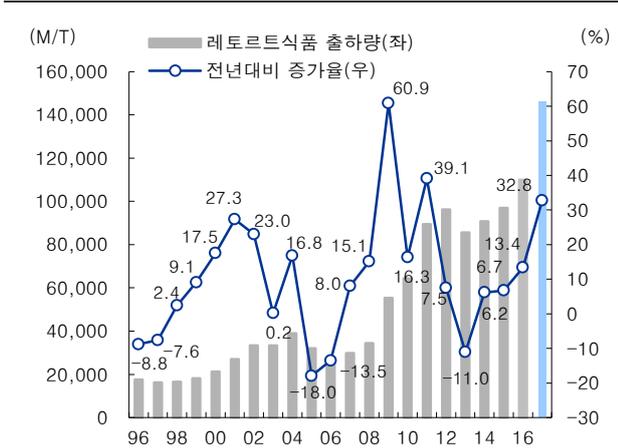
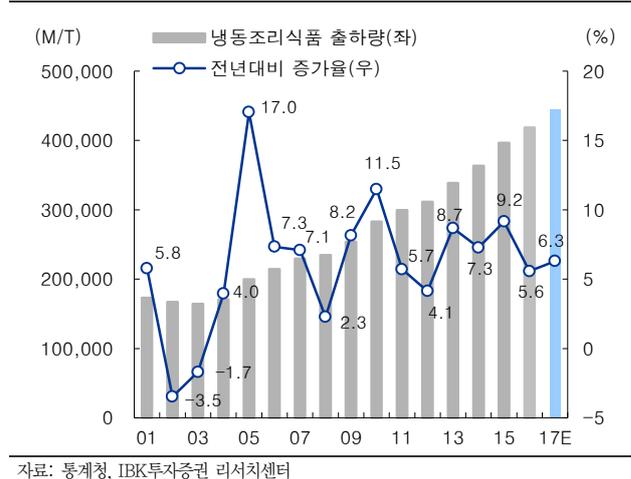


그림 5. 냉동조리식품 출하량 추이



## 2) 1순위 신사업 아이템

### HMR, 어머 이젠 꼭 해야돼!

이렇듯 가정 간편식(HMR) 시장이 급성장하면서 종합식품 제조업체와 대형 유통업체의 공격적인 사업 확대가 이어지고 있다. 뿐만 아니라 최근에는 구조적인 수요 감소를 겪고 있는 유가공 업체와 외식 프랜차이즈업체도 HMR시장에 속속 진출하는 추세다. 내년 가정 간편식 시장의 참여자(공급자)가 늘면서 맛과 품질이 향상된 제품들이 대거 출시될 것으로 예상된다.

표 1. HMR 관련 기업 정리

분류	기업명	HMR브랜드(대표 PB제품)	HMR 사업 특징 및 향후 사업 계획
식품제조업체 - 종합식품	CJ제일제당	비비고, 고메, 햇반, 컵반	- 2015년 말 출시한 햇반 컵반의 누적 판매량이 올해 말 기준 5,000만개 넘어설 듯. - 작년 6월 출시된 비비고 상온HMR 판매량이 3,500만개, 누적매출은 800억원 돌파 - 국·탕·찌개류 HMR시장에서 시장점유율 43.7% - 2020년 국내외 HMR 매출 3조 6,000억원 목표
	오뚜기	3분 요리, 오뚜기컵밥, 오뚜기죽, 오뚜기피자	- 저가 레토르트 식품계의 독보적 입지로 3분류(카레, 짜장 등) M/S는 97.7%(3Q17 기준) - 냉동피자와 즉석죽, 컵밥 등 HMR제품 다변화
	동원F&B	양반죽, 더반찬, 정찬, 더퀴진, 올림한식 양반	- 1992년 출시된 즉석죽인 '양반죽'의 M/S는 85% 수준 - 동원홈푸드를 통해 작년 7월 HMR쇼핑몰 더블유포드마켓(더반찬) 인수, 신선HMR시장 강화 - 2017년 6월, 요리캔 브랜드 '정찬'(닭볶음탕 등) 런칭, 연매출 500억 원으로 확대 계획 - 2017년 6월, '올림한식 양반' 브랜드 국·탕·찌개 출시
	대상	청정원, 휘슬링 쿡, 안주야(夜)	- 2016년 2월, 벨기에, 영국, 중국 등 세계 가정식 메뉴를 컨셉으로한 간편식 휘슬링 쿡 런칭 - 2017년 7월 혼술족 위한 안주 가정간편식 브랜드 '안주야(夜)' 런칭
식품제조업체 - 제빵	풀무원	찬마루, 생기득, 올가홀푸드	- 기존 냉동볶음밥, 샐러드바, 또띠야 등 제품 라인업 강화 - 올가홀푸드 브랜드 깻잎전, 고추튀김 출시
	SPC삼립	샌드팜, 그릭슈바인	- 샌드위치 브랜드 샌드팜 SKU 확대(시화공장 내 샌드팜 샌드위치 생산설비 증설) - 편의점용 HMR제품 냉장조리빵 출시 - 그릭슈바인 브랜드 냉동볶음밥 4종 출시
식품제조업체 - 유가공	빙그레	헬로 빙그레	- 2017년 7월 토마토 계란 볶음밥, 차돌김치 볶음밥 등 냉동 볶음밥 5종 출시 - G마켓, 옥션, 티몬 등 온라인 채널과 롯데슈퍼, 미니스톱 등 오프라인 매장에서 판매
	한국아쿠르트 (비상장)	잇츠온	- 2017년 7월 간편식 브랜드 '잇츠온(EATS ON)' 런칭 - 밀키트(Meal kit: 반조리식품), 국탕찌개류, 반찬 등 - 제품의 맛과 신선함을 유지하기 위해 주문 후 매일 요리하는 데일리 오더 메이드 지향 - 아쿠르트 아줌마를 통한 대면식 무료 배송 시스템

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

표 2. HMR 관련 기업 정리

분류	기업명	HMR브랜드(대표 PB제품)	HMR 사업 특징 및 향후 사업 계획
유통업체 _ 대형마트	이마트	피코크	- 2013년 피코크 런칭 당시 340억원이던 매출이 2016년 1,900억원으로 확대 - 2017년 8월 상온 HMR제품 출시, 올해 말까지 100종으로 확대 계획 - 2017년 9월 홍콩 최대 슈퍼마켓 월컴사에 피코크 제품 런칭, 이마트PK 브랜드로 미국 중동부 지역 1,000여개 슈퍼마켓에 가정간편식 납품 개시
	롯데마트	요리하다	- 2015년 12월, 식생활 해결책을 제안하는 밀 솔루션(Meal Solution)브랜드 '요리하다' 런칭 - '요리하다' 관련 2016년 매출은 100억원, 2017년은 200억원으로 전망
	홈플러스 (비상장)	싱글즈 프라이드	- 2015년 1월 런칭이후 한우사골곰탕, 육개장, 매운쪽갈비 등 조리법이 까다롭고 맛을 내기 어려운 메뉴들 위주로 100여종을 출시 - 유명 맛집, 레스토랑 상품을 벤치마킹해 건강을 강조한 간편식
유통업체 _ 식자재	신세계푸드	올반	- 이마트(피코크, 노브랜드)에 OEM 방식으로 가정간편식 납품 - 2015년, HMR 사업 확대 위해 공장 증설 및 세린식품과 스무디킹 인수 - 2016년 1월 한식 뷔페 브랜드 '올반'을 통해 자체 HMR 제품 출시 - 2017년 10월, 혼술족 위한 올반 안주 HMR 출시
	롯데푸드	쉐푸드, 라퀴진	- 후레쉬델리카는 세븐일레븐을 비롯한 CU 등 편의점에 도시락, 김밥, 샌드위치 등 납품 - 롯데마트(요리하다)에 OEM 방식으로 가정간편식 납품 - 2017년 1월, 평택공장 완공 이후 HMR 사업 확대 - NB브랜드 쉐푸드를 통해 면류와 볶음밥 뿐 아니라 제품 라인업 확대 계획 - 육가공 기반 HMR브랜드 라퀴진을 2018년 400억원 브랜드로 성장시킬 계획
	아워홈 (비상장)	손수, 국물취향	- 2007년부터 냉장 가정간편식 시장 진출 - 국과 탕, 찜개류 가정간편식 비중이 타사 대비 높은편 - 2017년 5월, 브랜드 '국물취향' 런칭
유통업체 _ 편의점	GS리테일	식객, 유어스	- 김해자 도시락, 신동엽 도시락, 마이홍(홍석천) 도시락 등 다양한 종류의 도시락 판매 - HMR전문 브랜드 심플리쿡 연내 런칭 계획 - 올해(1~9월) 신선식품과 도시락 매출 증가율이 전년 동기간 대비 각각 54.7%, 47.2% 증가
	BGF리테일	헤이루(집밥은 CU)	- HMR 제품 매출증가율이 2014년 10%, 2015년 31%, 2016년 97%로 매년 큰 폭의 성장세
	코리아세븐 (비상장)	맛있는행복	- 2014년 11월 가정간편식 전문 브랜드 '맛있는 행복' 런칭 - 도시락 매출이 2015년 90.2%, 2016년 152.1% 증가. 올해는 10월 말 기준 31.2% 증가
유통업체 _ 백화점	현대백화점	원 테이블(1 TABLE)	- 올해 11월 초 프리미엄 HMR브랜드 원 테이블(1 TABLE) 런칭 - 현대백화점 식품관에서 판매되고 있는 재료와 유명 맛집(오발탄 등)의 조리법 활용 - 우선 탕·볶음밥·만두 등 25개 상품 출시 이후 향후 SKU 300여개로 확대 계획 - 전국 15개 현대백화점에서 판매, 추후 아울렛, 홈쇼핑, 온라인몰 등으로 판로 확대 계획
외식업체	본아이에프 (비상장)	아침엔 본죽	- 아침대용식으로 아침엔본죽 출시 5년만에 판매량 1,000만개 돌파(7월 기준) - 37만개(2012년) → 224만개(2015년) → 445만개(2016년) → 280만개(2017년 7월 기준)
	원앤원 (비상장)	원할머니	- 육개장, 갈비탕, 설렁탕, 장어탕 등 판매
	지앤푸드 (비상장)	굽네	- 굽네몰 통해 닭가슴살, 다이어트 도시락 등 HMR 판매
	CJ푸드빌	빽스	- 2017년 8월, 시그니처 오리지널 폭립, 스파이시 BBQ폭립 등 인기메뉴 2종 HMR 출시

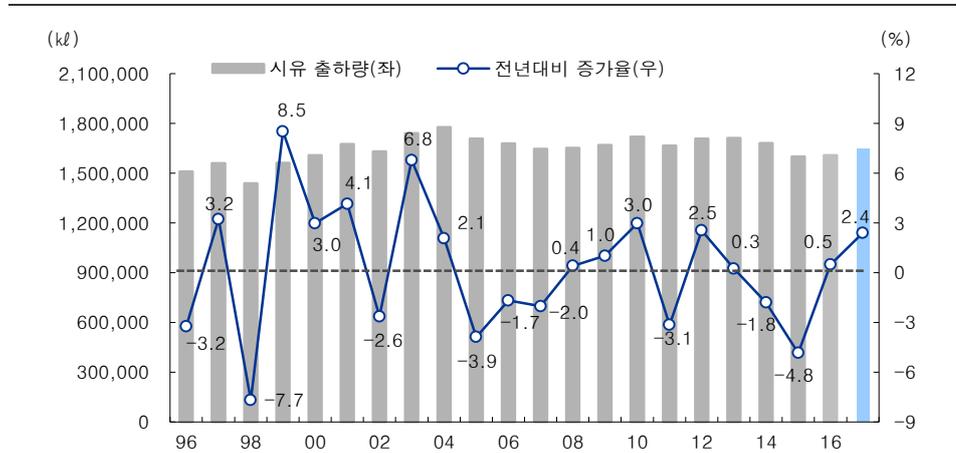
자료: 각사, 국내연론, IBK투자증권 리서치센터

### 새로운 먹거리 모색하는 유가공업체

최근 한국야쿠르트, 빙그레 등 유가공업체들도 HMR시장에 후발주자로 진출하는 추세다. 우유와 발효유 등 주력제품의 구조적인 수요 감소로 새로운 먹거리를 모색하던 중 성장세가 높은 HMR시장에 주목한 것으로 해석된다.

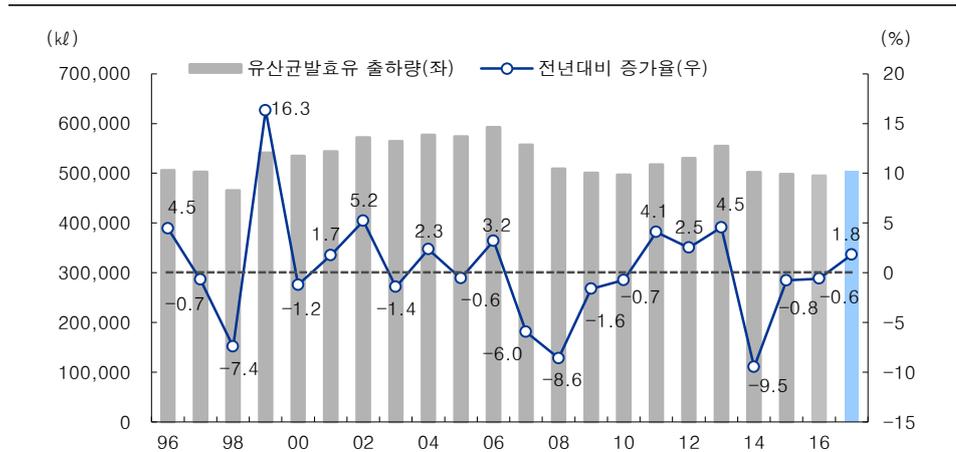
실제로 2000년부터 2016년까지 시유 출하량의 연평균증가율은 0.1%다. 유기농 저지방우유 등 프리미엄 우유와 커피·바나나 등 가공유 판매가 늘고 있지만 백색시유 수요 부진을 고려하면 업황 개선이 쉽지 않겠다. 또 유산균발효유의 연평균증가율(2000-16)도 -0.3%로 부진하다. 건강음료가 다양해지면서 2006년 출하량이 정점을 기록한 이후 완연한 감소세를 나타내고 있다.

그림 6. 시유 출하량 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

그림 7. 유산균발효유 출하량 추이

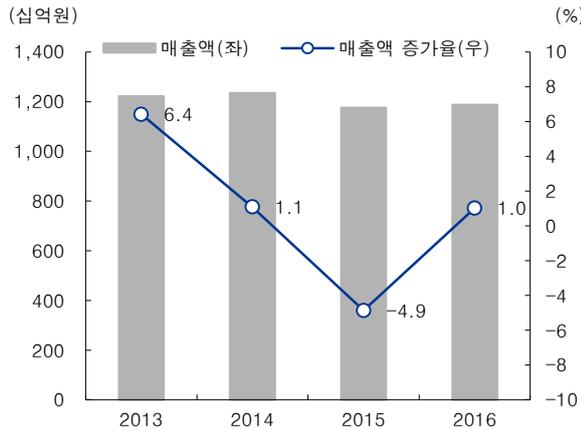


자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

**유가공업체, 풍부한 현금을 바탕으로 내년 신사업 확대에 적극성 보일 듯**

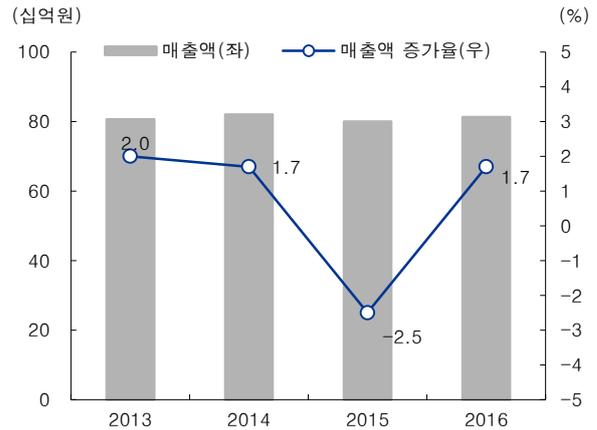
주력 판매 제품의 성장 부진이 고스란히 유가공업체의 매출 정체로 이어지고 있다. 작년 한국야쿠르트와 빙그레의 매출액 증가율은 2015년 대비 각각 1.0%, 1.7%에 그쳤으며 과거 4년간(2013-16) 연평균성장률도 각각 -1.0%, 0.3%로 정체 국면이 있다.

그림 8. 한국야쿠르트 매출액(연결기준) 추이



자료: 한국편의점산업협회, IBK투자증권 리서치센터

그림 9. 빙그레 매출액(연결기준) 추이



자료: 세븐일레븐, IBK투자증권 리서치센터

한국야쿠르트는 지난 7월 잇츠온(EATS ON) 브랜드를 론칭, HMR 시장에 진출했다. 국·탕·찌개류와 반찬, 밀키트 등 냉장간편식이 야쿠르트 아줌마를 통해 무료로 배달된다. 같은 시기 빙그레도 HMR브랜드 헬로 빙그레를 론칭하고 냉동덮밥을 출시했다. 내년에는 볶음밥, 건강밥, 브런치 등 제품 다변화가 예상되며 판매 채널도 점차 확대해 갈 것으로 전망된다.

일정 수준의 판매량에 도달하기까지는 신사업 추진에 따른 비용 부담이 불가피하겠지만 중장기 측면에서 신성장동력이 될 수 있고 기존 사업과의 시너지 효과(한국야쿠르트: 냉장간편식+야쿠르트 아줌마 유통채널, 빙그레: 냉동밥+빙과부문의 냉동인프라)을 기대할 수 있다. 더욱이 두 업체 모두 넉넉한 현금을 보유했음을 감안하면 내년에는 M&A 등을 통한 보다 적극적인 신사업 개척의 여지도 높아보인다.

그림 10. 한국야쿠르트 (잇츠온)



자료: 한국야쿠르트, IBK투자증권 리서치센터

그림 11. 빙그레 (헬로빙그레)

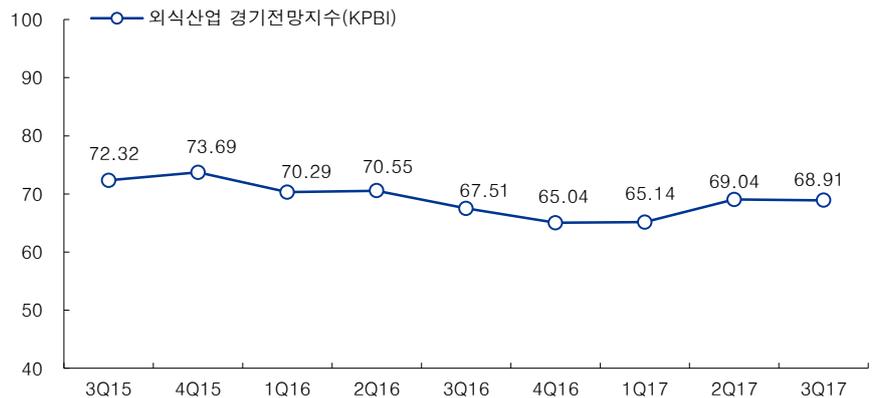


자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

### 외식 프랜차이즈업계도 HMR시장에 합류하는 움직임

1인가구수 증가세와 양질의 간편식 확대는 결국 외식의 내식화로 이어진다. HMR시장이 성장할수록 외식 수요는 감소할 수 밖에 없는 구조다. 이에 외식 프랜차이즈 업계의 HMR시장 진출이 늘고 있다. 본죽과 본도시락으로 유명한 프랜차이즈 기업 본아이에프는 2012년 2월, 아침엔본죽 브랜드로 일찍이 HMR 시장에 진출했다. 출시 첫 해 판매량은 37만 개를 기록했고, 작년 445만 개, 올해는 7월 기준 280만 개를 판매한 것으로 파악된다. 즉석죽 시장 점유율은 11.5%로, 종합식품제조업체인 동원F&B(양반죽: 69.4%), 오투기(오투기죽: 14.0%)의 뒤를 잇고 있다. 높은 브랜드 인지도를 장점으로 제품 다변화를 통해 HMR시장에서 입지를 높여갈 것으로 예상된다. 또 치킨 프랜차이즈 제너시스(BBQ)와 지앤푸드(굽네치킨)도 자사 홈페이지를 통해 간편하게 먹을 수 있는 닭가슴살, 도시락 등을 판매하며 HMR사업을 확대해 갈 것으로 전망된다.

그림 12. 외식산업 경기전망지수 추이



자료: 농림축산식품부, IBK투자증권 리서치센터

주: 외식산업 경기전망지수(KRBI: Korea Restaurant Business Index)는 외식업체 오너 3000명을 대상으로 전년동기대비 최근 3개월간(현재), 향후 3개월간(미래)의 외식업체 매출 및 경기 체감 현황과 전망을 설문 조사하고 그 결과를 지수화한 것으로 100을 초과하면 호전, 100 미만이면 둔화로 봄

그림 13. 본아이에프 (아침엔본죽)



자료: 본아이에프, IBK투자증권 리서치센터

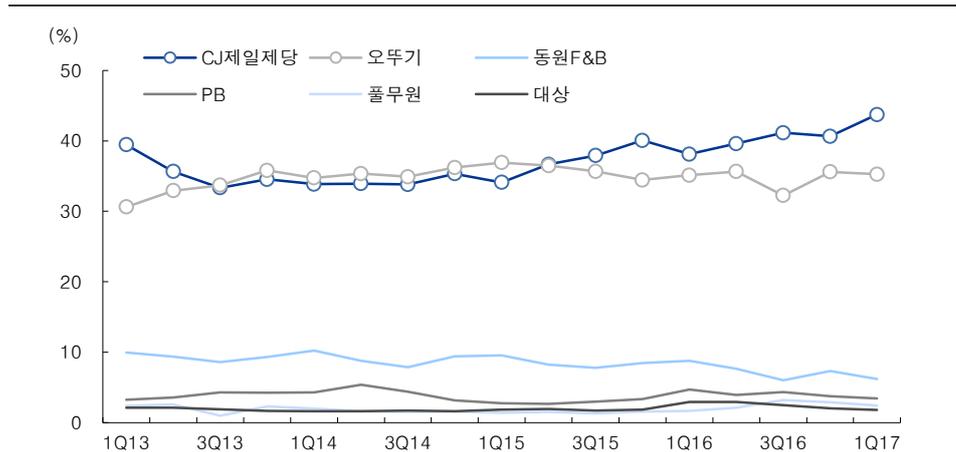
### 3) 경쟁구도

#### 이미 규모의 경제를 갖춘 선두업체들의 수익성 개선 기대

HMR시장은 CJ제일제당과 오뚜기가 선도하는 가운데, 동원F&B, 풀무원, 대상 등이 그 뒤를 잇고 있다. 즉석섭취 조리식품 부문에서 CJ제일제당은 약 44%, 오뚜기는 약 35%의 시장점유율을 차지하며 2강 구도가 확고히 유지되고 있다. 특히 즉석밥과 컵밥류 부문에서 CJ제일제당과 오뚜기의 합산 점유율은 96%를 상회한다.

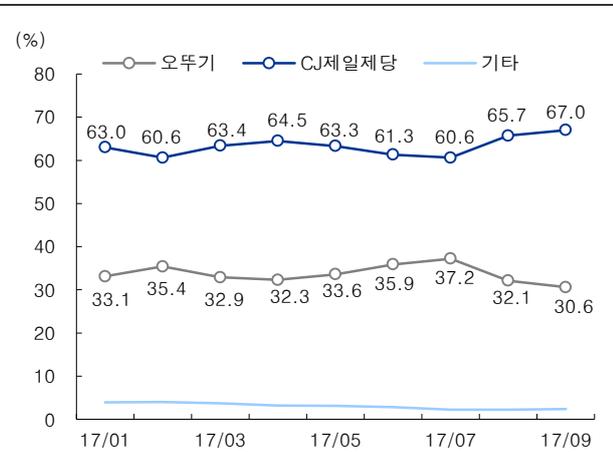
이제 막 HMR 시장에 진출한 후발주자들은 일정 수준의 판매량에 도달하기까지는 손익분기점을 넘기기 어려운 만큼 초기에는 신사업 추진에 따른 비용 부담이 불가피하다. 반면, 앞서 브랜드 인지도 구축, 제품 프로모션 등 비용을 투입해 제품 판매량을 확대해 놓은 선두업체는 내년부터 규모의 경제 효과에 따른 수익성 개선이 본격화될 것으로 전망돼 주목된다.

그림 14. 즉석섭취조리식품 시장점유율 추이\_ CJ제일제당과 오뚜기의 2강 체제 확고



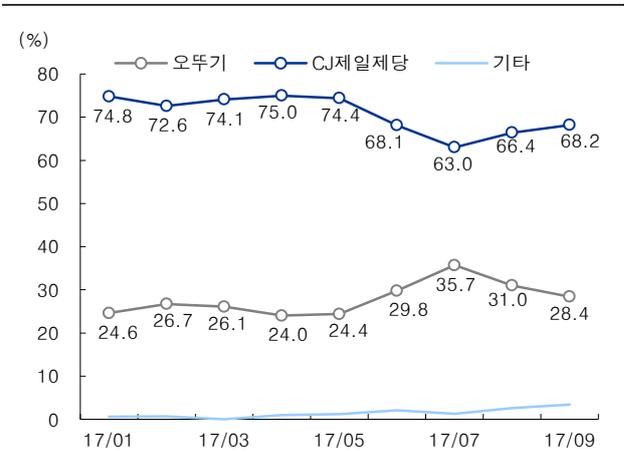
자료: 링크아즈텍, 한국농수산식품유통공사, IBK투자증권 리서치센터

그림 15. 즉석밥 시장 점유율 추이



자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 16. 컵밥류 시장 점유율 추이

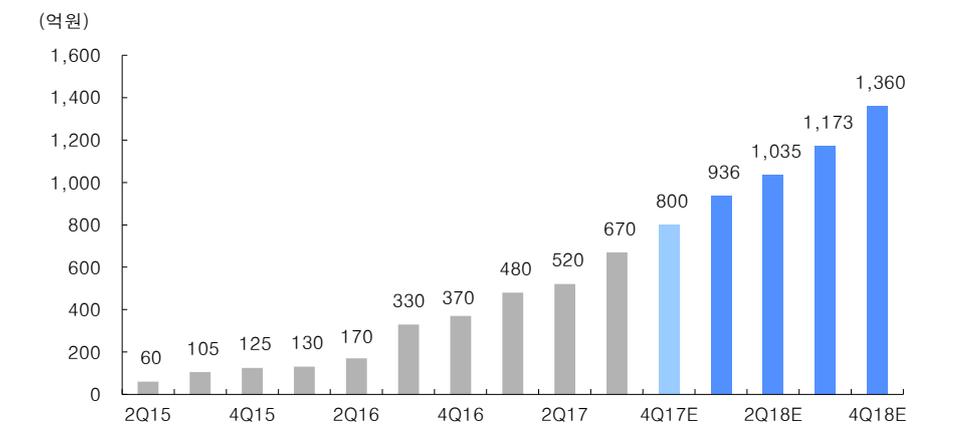


자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

### CJ제일제당\_ HMR신제품군의 매출성장은 물론 수익성도 확대될 듯

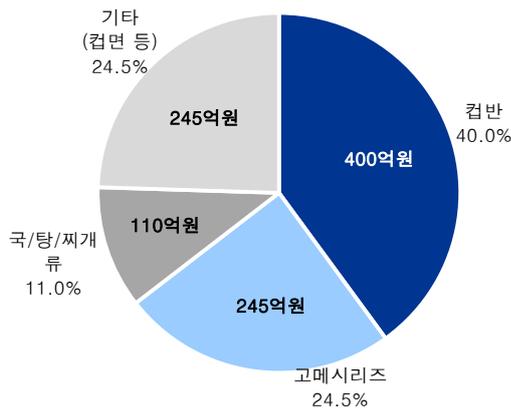
CJ제일제당은 올 상반기까지 HMR신제품군(햇반컵반+고메시리즈+국탕찌개류 상온간편식+기타제품)에서 손익분기점을 넘지 못했다. 비비고 등 신제품 출시로 전략성 경비가 증가했기 때문이다. 하지만 판매량이 늘면서 원가 효율이 개선되고, 인지도 상승에 따른 마케팅 비용이 감소함에 따라 3분기 흑자 전환에 성공했다. 내년에는 HMR신제품군의 흑자폭이 더 확대될 것으로 기대된다. 올해 연간 HMR신제품군 매출은 2,470억원(+147% yoy), 내년에는 4,503억원(+82.3% yoy)으로 전망된다.

그림 17. HMR신제품군 매출 추이 및 전망



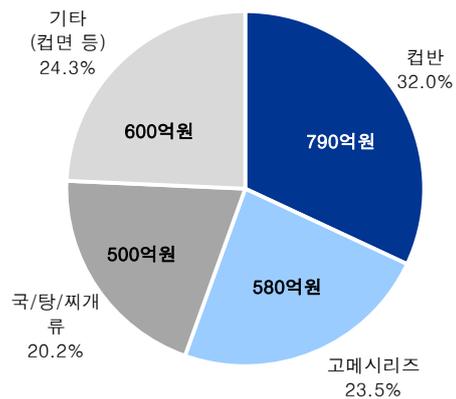
자료, CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

그림 18. HMR신제품군 매출액과 매출비중 (2016년)



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

그림 19. HMR신제품군 예상 매출액과 매출비중 (2017년)

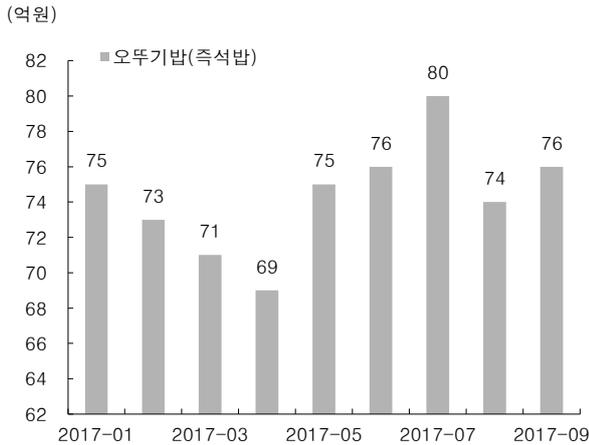


자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

### 오뚜기\_ 신제품 출시 및 가격인상으로 ASP(평균판매단가) 상승 기대

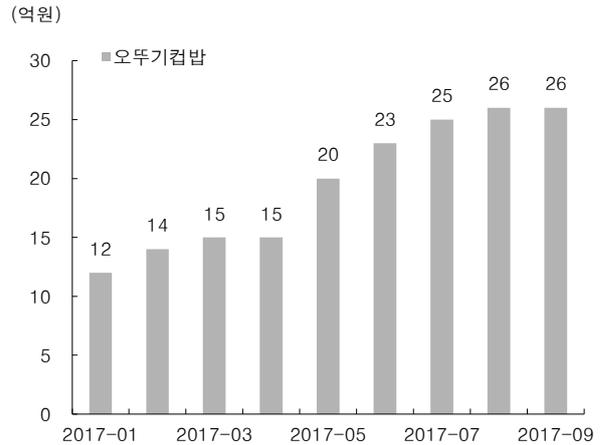
오뚜기도 최근 즉석밥 가격을 9% 인상하고, 기존 제품들 대비 맛과 품질을 향상시켜 판매단가가 높은 신제품 출시를 강화하고 있다. 저가 시장을 주력으로 포지셔닝해왔던 과거와 달라진 모습이다. 내년 HMR 제품 판매 영역 확대 및 ASP상승 효과가 기대되는 이유다.

그림 20. 오뚜기밥(즉석밥) 월별 매출액 추이



자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 21. 오뚜기컵밥 월별 매출액 추이



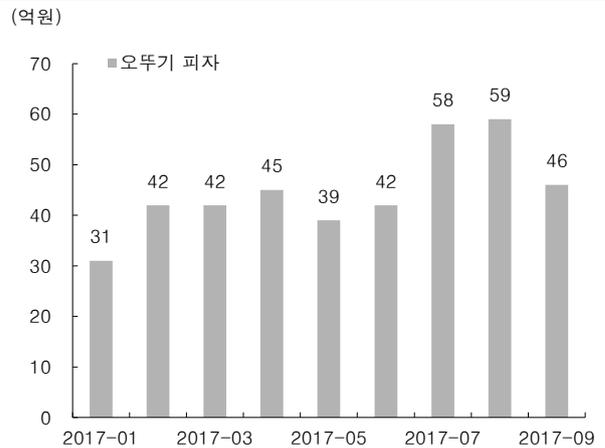
자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 22. 오뚜기피자



자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 23. 오뚜기피자 월별 매출액 추이



자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

#### 4) HMR의 진화

##### 2018년, 밀키트(Meal Kit) 시장이 본격화되는 원년이 될 듯

HMR 시장 참여자가 늘면서 내년에는 보다 적극적인 제품 차별화 움직임이 예상된다. 그간 가열 및 조리과정없이 바로 취식 가능한 RTE(Ready-To-Eat) 제품과 데우기만 하면 먹을 수 있는 RTH(Ready-To-Heat) 제품이 HMR시장을 견인해왔다. 이미 시중에 다양한 RTE, RTH 제품들이 출시됐음을 고려하면, 결국 차별화는 밀키트(Meal Kit)로 불리는 RTC(Ready-to-Cook)제품에서 비롯될 가능성이 높아보인다.

쿠킹박스 혹은 레시피박스로도 지칭되는 밀키트(Meal Kit)는 한 끼 식사 분량의 손질된 재료와 양념, 레시피로 구성된 반조리식 간편식이다. 준비된 식재료와 양념을 넣고 냄비에 넣고 끓이거나 후라이팬에 볶는 등 약간의 조리과정이 필요해 RTE, RTH 제품들 대비 편의성은 떨어진다. 하지만 가정간편식이 대중화되면서 소비자들의 기준치가 점점 높아지고 있다. 약간의 수고로움을 감수하더라도 맛과 품질에 대한 만족도를 높이고 싶은 니즈를 가진 소비자의 RTC제품 수요가 적지 않을 것으로 사료된다.

표 3. 조리방법에 따른 HMR제품 분류

분류	해당 제품군
<b>RTE(Ready to Eat):</b> 가열 및 조리과정 없이 구매후 바로 취식 가능한 식품	도시락, 김밥, 샌드위치, 푸딩 
<b>RTH(Ready to Heat):</b> 데우기만 하면 먹을 수 있는 상품	즉석밥, 레토르트 식품, 냉동만두 
<b>RTC(Ready to Cook):</b> 손질된 재료 및 양념이 함께 포장되어 간편 조리 후 먹을수 있는 상품	부대찌개, 해물탕, 순두부찌개, 탕류 

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

### 미국의 밀키트 시장

우리나라보다 앞서 간편식 문화가 형성된 미국의 경우, 밀키트(Meal Kit)를 정기적으로 배송받거나 마트(식료품점)에서 구매하는 트렌드가 빠르게 확산되고 있다. 일례로 2012년 설립된 미국의 블루 에이프런(Blue Apron)의 밀키트 판매량은 한 달 평균 800만 개에 달한다. 2015년 3.4억 달러의 매출규모는 올해 8.8억 달러로 확대될 전망이다.

미국 밀키트 시장 규모는 10년 후 50억 달러에 달할 전망이다. 초창기에는 블루에이프런(Blue Apron), 헬로 프레시(Hello Fresh), 그린셰프(Green Chef), 플레이티드(Plated) 등 비교적 규모가 작은 기업들이 대부분이었다. 하지만 소비자 수요가 빠르게 확대되면서 최근에는 허쉬, 타이슨푸드, 캠벨 등 대형 식품업체들도 밀키트 시장에 속속 진출하고 있다. 더욱이 미국 최대 전자상거래업체 아마존도 홀푸드마켓(미국 유기농 식품 유통업체) 인수 이후 밀키트 사업을 시작한 만큼, 미국 HMR시장에서 RTC제품의 비중이 점차 증가할 것으로 전망된다.

그림 24. 블루에이프런 밀키트



자료: blueapron, IBK투자증권 리서치센터

그림 25. 헬로 프레시 밀키트



자료: hellofresh, IBK투자증권 리서치센터

그림 26. 퍼플캐럿 밀키트



자료: purplecarrot, IBK투자증권 리서치센터

그림 27. 아마존 밀키트



자료: amazon, IBK투자증권 리서치센터

### 대형식품업체가 밀키트 시장 진출시, 식자재유통 계열사와의 시너지효과 기대

국내에서도 미국의 밀키트 초창기 사례와 유사하게 테이스트샵, 프레시지 등 몇몇 스타트업 기업들이 시장을 형성하고 있다. 지난 7월 잇츠온 브랜드로 HMR시장에 진출한 야쿠르트도 9월에 훈제오리월남쌈, 알리오올리오파스타 등 밀키트 제품 9종을 출시했다. 대형마트에서도 자체브랜드로 RTC HMR제품을 늘려나가고 있다. 향후 대형 식품업체가 밀키트 시장에 진출한다면 신선한 식재료 공급이 중요한 만큼 식자재유통 계열사와의 시너지 효과가 예상된다.

그림 28. 국내 밀키트 업체 테이스트샵



자료: 테이스트샵 홈페이지, IBK투자증권 리서치센터

그림 29. 롯데마트 RTC HMR제품



자료: 롯데마트, IBK투자증권 리서치센터

그림 30. 이마트 RTC HMR제품



자료: 이마트, IBK투자증권 리서치센터

## 2. 생수, 지금은 춘추전국시대

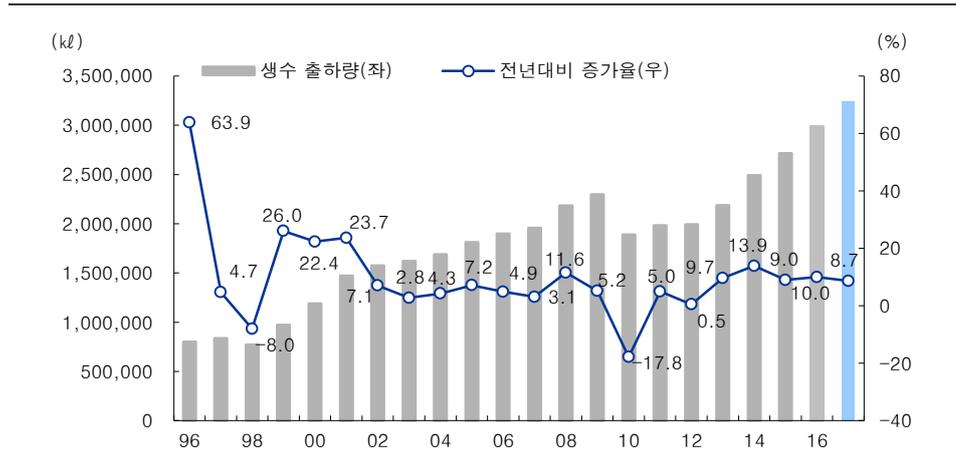
### 1) 성장성

#### HMR 못지않은 성장 잠재력

식품 시장에서 HMR(가정간편식)만큼이나 신사업 진출이 늘고 있는 카테고리는 생수다. 이는 사업이 비교적 안정적이고, 여전히 성장 잠재력이 크기 때문으로 해석된다.

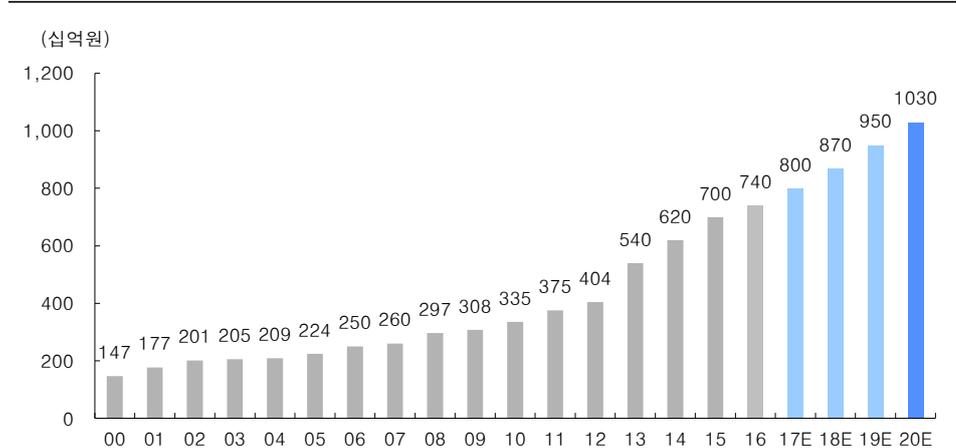
2000년부터 2010년의 생수 출하량 연평균증가율은 4.7%를 기록한 데 이어, 2011년에서 2016년의 연평균증가율은 8.5%로 성장세가 확대됐다. 건강에 대한 관심이 높아지면서 미네랄 함량이 높은 생수에 대한 수요가 증가했고, 1인 가구수가 늘면서 생수를 사먹는 소비자들이 많아졌기 때문이다. 올해 출하량은 전년대비 9.1% 증가한 3,258,856kl로 추정된다. 시장 규모로는 올해와 내년 각각 8,000억원, 8,700억원으로 전망되며, 2020년에는 1조원을 소폭 상회할 것으로 예상된다.

그림 31. 생수 출하량 및 전년대비 증가율 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

그림 32. 생수 시장 규모 추이



자료: 한국샘물협회, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 탄산수 미포함

### 생수 사업 지금 안하면 나중에 후회할 듯

올해 1월, बे지밀로 잘 알려진 정식품이 생수 브랜드 심천수를 출시했다. 또 신세계푸드는 작년 말 생수 제조사 제이원을 자회사로 인수한 이후 올해 7월 올반 가평수를 출시했다. 식품업체 외에도 막강한 유통력을 보유한 G마켓, 쿠팡 등 온라인 쇼핑몰도 생수 시장 진출을 확대하고 있다.

표 4. 생수 제조원과 판매원 정리

제조원/수원지	제품명	판매원	제조원/수원지	제품명	판매원
산수음료(주) (경남 산청)	지리산 수	롯데쇼핑(주)	(주)청도샘물 (경북 청도군)	아이시스8.0	롯데칠성음료(주)
	미네랄워터	(주)비지에프프리테일		대백맑은샘물	(주)대구백화점
	잇워터	산수음료(주)		푸르미네	(주)청도샘물
	동원샘물	(주)동원F&B	(주)씨에이치음료(주) (경기 양주)	초이스엘 샘물	롯데쇼핑(주)
(주)동천수 (경북 상주)	가야	웅진식품(주)	(주)씨에이치음료(주) (충북 청주)	아이시스8.0	롯데칠성음료(주)
	마신다	동아오츠카(주)		아이시스8.0	롯데칠성음료(주)
	동원샘물	(주)동원F&B		맑은샘물	GS리테일
(주)지리산산청샘물 (경남 산청)	뿌로로샘물	(주)팔도	(주)로터스 (전남 순창군)	아이시스8.0	롯데칠성음료(주)
	화이트	(주)지리산산청샘물		순창샘물	(주)로터스
	지리산맑은샘	(주)팔도		천연수	남양유업(주)
(주)동원F&B (충북 괴산)	동원샘물	(주)동원F&B	(주)로진 (경북 영주)	순수	코카콜라음료주식회사
(주)동원F&B (경기 연천)	블루	(주)이마트	(주)동해샘물 (강원 동해시)	지장수	(주)동해샘물
맑은물(주) (전북 완주)	천연수	남양유업(주)	해태에이치티비(주) (강원 평창)	평창수	해태에이치티비(주)
	하나로샘물	(주)농협하나로유통		봉평샘물640	(주)이마트
(주)대정 (충남 천안)	스파클	스파클(주)		다이아몬드EC	
한국청정음료(주) (경기 포천)	블루	(주)이마트	해태에이치티비(주) (강원 철원)	순수	코카콜라음료 주식회사
	미네랄워터	한국청정음료(주)		씨그램워터아티스트	
	가야	웅진식품(주)		씨그램	
제주특별자치도 개발공사 (제주특별자치도)	삼다수	광동제약(주)		산림수	롯데칠성음료(주)
하이트진로음료(주) (충북 청주)	석수	하이트진로음료(주)	(주)백학음료 (경기 연천)	초이스엘샘물	롯데쇼핑(주)
	미네랄워터	(주)비지에프프리테일		맑은 샘물	GS리테일
	자연	하이트진로음료(주)		맑은샘물	홈플러스(주)
풀무원샘물(주) (경기 포천)	퓨어라이프	풀무원샘물(주)	하이얏트샘물(주) (경남 합천)	천년수	하이얏트샘물(주)
	풀무원	풀무원샘물(주)		지리산샘물	GS리테일
롯데장백음료 유한회사 (중국 길림성)	백두산 하늘샘	롯데칠성음료(주)	(주)화인바이오 (경남 산청군)	지리산수	(주)아워홈
연변농심광천음료유한회사 (중국 길림성)	백산수	(주)농심		미네랄워터	(주)이마트

자료: 한국샘물협회, IBK투자증권 리서치센터  
주: 2017년 10월 기준

### 별들의 전쟁, 제주 삼다수의 독주는 언제까지 이어질 수 있을까

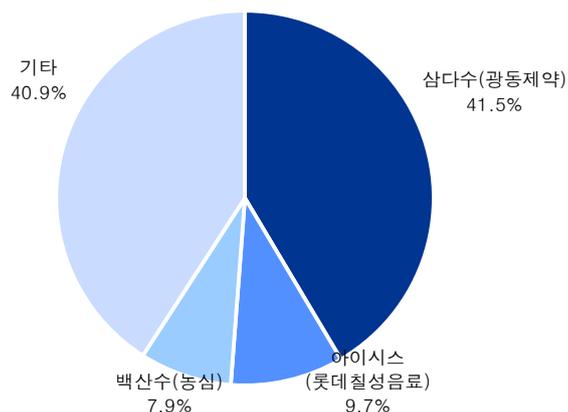
내년 기존 업체들은 시장 점유율을 늘리기 위해 투자를 강화하는 가운데, 생수를 신사업동력으로 여기고 진출을 확대하는 업체들도 늘고 있어 경쟁은 더 치열해질 전망이다. 생수 시장에서 제주개발공사가 생산하고 광동제약이 유통하는 제주삼다수의 시장점유율이 41.5%로 가장 높다. 그 뒤를 롯데칠성음료의 아이시스(9.7%)와 농심 백산수(7.9%)가 잇고 있다.

제주삼다수가 1998년 출시 이후 지금까지 1위를 유지하고 있는 가운데, 2위 롯데칠성음료가 지난 10월, 생수 제조사 산수음료를 680억 원에 인수하기로 결정했다. 수원지를 추가 확보해 생산량 늘려 성장잠재력이 높은 생수 시장에서 경쟁력을 높이기 위함으로 해석된다.

자회사 해태htb의 강원평창수 브랜드로 5%대 시장점유율을 보유한 LG생활건강도 생수시장 점유율 확대에 적극적인 모습이다. 자회사 코카콜라음료를 통해 지난 9월 제주삼다수 입찰에 참가, 비소매·업소용 우선협상권을 따냈다. 뿐만 아니라 10월 말에는 올룽군과 추산용천수를 생수로 개발하기 위한 업무협약을 체결했다.

또 삼다수 입찰에 참가했던 현대그린푸드와 크라운제과도 잠재적인 생수 시장 진출 업체로 볼 수 있다. 각각의 경쟁사인 신세계푸드가 최근생수 판매를 시작했고, 오리온도 작년 11월 생수 제조업체 제주용암수를 인수했음을 고려하면 향후 두 업체의 생수 시장 진출 가능성은 높아보인다.

그림 33. 생수 시장 점유율



자료: 국내인론, IBK투자증권 리서치센터

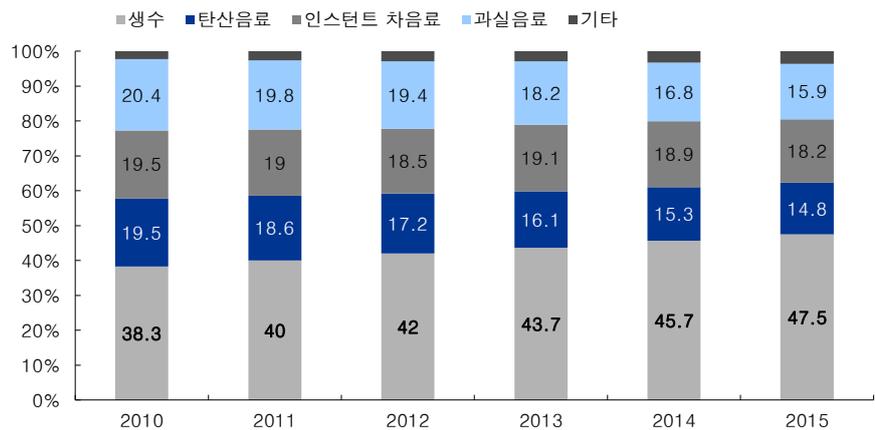
### 오리온, 국내보다 성장 여력 높은 중국 생수 시장에 진출할 듯

오리온은 2019년 중국 생수 사업에 진출할 것으로 예상된다. 중국 제과 시장이 정체된 가운데 중장기적 측면에서 중국 내 생수 사업을 적극 육성할 것으로 전망된다.

중국 생수 규모는 작년 490억 위안(한화 기준 8조원)을 기록했다. 오는 2020년에는 985억 위안(한화 기준 16.2조원)으로 크게 확대될 것으로 전망된다. 중국 생수 생산량은 560만 톤(2015년 기준)으로 세계 1위지만 1인당 생수 소비량은 독일, 프랑스, 미국 등 선진국 대비 여전히 낮아 성장여력이 높아 보인다.

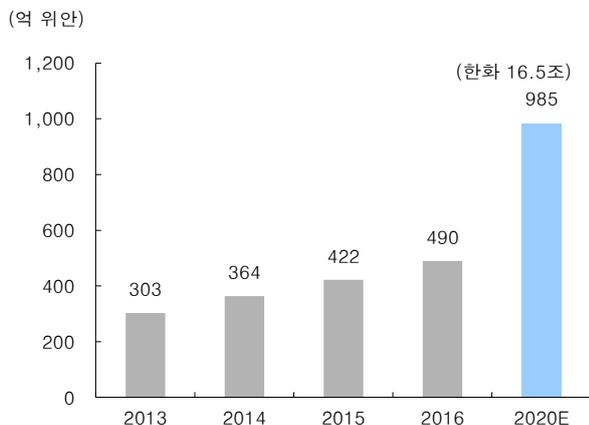
실제로 전체 음료 시장에서 생수가 차지하는 비중은 2010년 38.3%에서 2015년 47.5%로 증가했다. 최근 중국 내 먹거리 트렌드가 무가당, 저칼로리 웰빙 식품에 대한 관심이 높은 만큼 생수에 대한 소비자들의 수요는 점차 증가할 것으로 예상된다. 이러한 가운데 오리온의 중국 내 높은 브랜드 인지도와 유통망을 활용, 생수가 중국 내 신성장 동력으로 자리매김 할 가능성이 높아 보인다.

그림 34. 중국 음료 시장에서 생수의 비중 확대



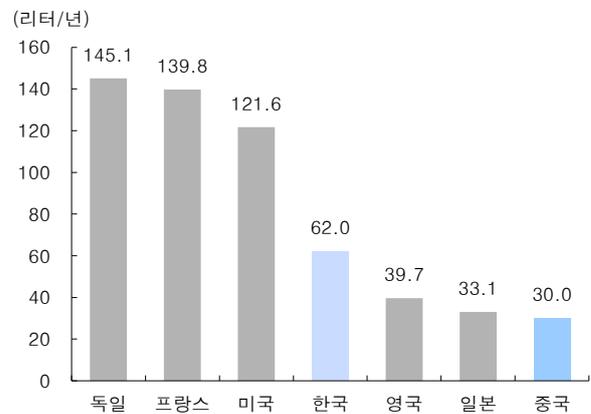
자료: 유로모니터, IBK투자증권 리서치센터

그림 35. 중국 생수 판매 규모 추이 및 전망



자료: 중상산업연구원, IBK투자증권 리서치센터

그림 36. 세계 각국 1인당 생수 소비량(L)



자료: 중국산업정보망, IBK투자증권 리서치센터

## 2 탄산수

### 수요 확대 어려워

탄산수 시장이 2014년 369억원(+158.0% yoy)으로 성장하면서 2015년부터 탄산수 제품 출시가 늘었다. 2016년에도 다양한 제품들이 출시되며 시장이 커질 것으로 예상됐지만 한 자릿 대 성장에 그쳤다. 신제품 출시에 따른 구매 유인효과가 거의 없었던 셈이다. 그만큼 탄산수 시장의 수요가 더 이상 확대되기 어렵다는 의미로 해석된다. 이를 반영하듯 올해 탄산수 신제품 및 리뉴얼 제품 출시는 과거 2년 대비 현저히 감소했다.

표 5. 주요 탄산수 제품 출시 및 리뉴얼 추이

출시일	업체명	제품명	특장점
2013.07.17	동원F&B	진저에일 스파클링	탄산수에 생강농축액 및 향을 첨가. 웰빙 스파클링 음료
2013.07.18	롯데칠성	티 스파클링	차음료 특유의 깊고 풍부한 맛과 향을 동시에 느낌
2014.05.12	일화	초정탄산수 리뉴얼	젊고 세련된 디자인으로 편의성을 강조한 250ml, 500ml, 1.5L 페트병 출시
2014.05.25	다논워터스	바두아	프랑스에서 인기가 높은 프리미엄 탄산수
2014.06.15	이마트	스파클링 워터	0칼로리 탄산수. 시중 탄산수 대비 최대 40% 가량 저렴
2014.08.20	코카콜라	씨그램	탄산 본연의 상쾌한 맛을 즐길 수 있는 것이 특징
2014.10.14	홈플러스	폰테 알레그라	이탈리아 직소싱 및 가르다 자연공원의 청정 호수 지역의 수원지에서 생산되는 탄산수
2014.10.28	CU	CU 탄산수	남양F&B 손잡고 출시. 가볍게 휴대하며 음용하기 편리하게 개발
2015.03.24	남양유업	프라우	천연과일향 첨가. 다양한 향을 첨가해 제품 라인업을 늘릴 계획
2015.04.03	미니스톱	포미닛 자몽,레몬 탄산수	자몽 농축액과 레몬 농축액을 첨가
2015.04.15	롯데칠성	트레비 자몽	천연자몽향 첨가
2015.04.20	일화	초정탄산수 레몬맛	곡선형 디자인으로 제품의 프리미엄 이미지를 더한 것이 특징
2015.04.21	CJ제일제당	이너비	피쉬콜라겐을 담아 갈증해소와 피부관리를 동시에 해결
2015.04.27	웅진식품	빅토리아	타사 제품보다 강한 탄산
2015.05.06	하이트진로음료	디아망 패키지 리뉴얼	350ml 출시
2015.05.20	CUC	페리에	페리에 자몽 출시
2015.09.03	일화	초정탄산수 자몽	과일향 탄산수 시장 겨냥
2015.09.16	웅진식품	빅토리아 플레인/자몽	플레인과 자몽 출시
2015.09.23	코카콜라	취오 다이아몬드 스파클링 워터	국내 1호 샘플 브랜드인 '다이아몬드'에 탄산의 짜릿함을 더함
2015.10.30	G마켓	제주 스파클링	제주 용암 해수로 만들어져 미네랄이 풍부
2015.12.08	델라모어F&B홀딩스	비보테니 포르테	실제 화산암반에서 채취한 탄산 농도 4000ppm의 천연 고탄산수
2016.02.23	웅진식품	히늘보리 아이스 스파클링	탄산수에 성질이 차가운 곡문인 보리를 더함
2016.03.02	농심	아델홀즈너 알펜퀼렌	알프스의 물에 탄산을 더한 제품
2016.04.18	동원F&B	미네마인 스파클링	자연 그대로의 미네랄이 함유된 임반수에 상쾌한 탄산을 더함
2016.06.30	풀무원	스파클링 아일랜드	제주 용암해수로 만들어 미네랄 함량이 높고 목넘김이 깔끔
2016.07.29	현대아산	크리스탈 가이저 탄산수	미국 내 주요 탄산수 맛 평가대회에서 수차례 1위
2016.08.04	남양유업	프라우 제주 플레인	다양한 천연미네랄을 간직한 제주도의 건강한 용암해수로 만들
2016.08.11	G마켓	카 스파클링	고기능성 희귀 미네랄 워터인 바라놀 제주워터로 만들어 미네랄이 50%이상 많이 함유
2016.08.17	롯데칠성	트레비 오아시오아이 한정판	패션 브랜드 오아시오아이와 손잡고 한정판 패키지 출시
2016.08.24	코카콜라	씨그램 델라이트	천연 과일향으로 상큼함을 더함
2016.09.09	롯데마트	초이스엘프라임 제주스파클링	제주 해수를 사용한 프리미엄 탄산수(플레인/라임/자몽/하라봉)
2017.02.22	아워홈	이스킬데, 오로	덴마크 프리미엄 생수 이스킬데(SKLD)와 오로(ORO) 국내 유통
2017.04.12	바이칼네이처	바이칼리저브	세계에서 가장 깊은 호수 바이칼호의 프리미엄 심층탄산수 브랜드
2017.05.15	풀무원	스파클링 아일랜드 제주블라썸	오렌지+유자향 탄산수
2017.05.17	제이크리에이션	유어스 청포도 탄산수	제주 용암해수를 원수로 사용
2017.07.24	쿠팡	탐사 스파클링 워터	쿠팡의 프리미엄 PB 브랜드 제품
2017.08.16	웅진식품	빅토리아 복숭아향	기존의 빅토리아 제품들과 동일한 500ml로 출시

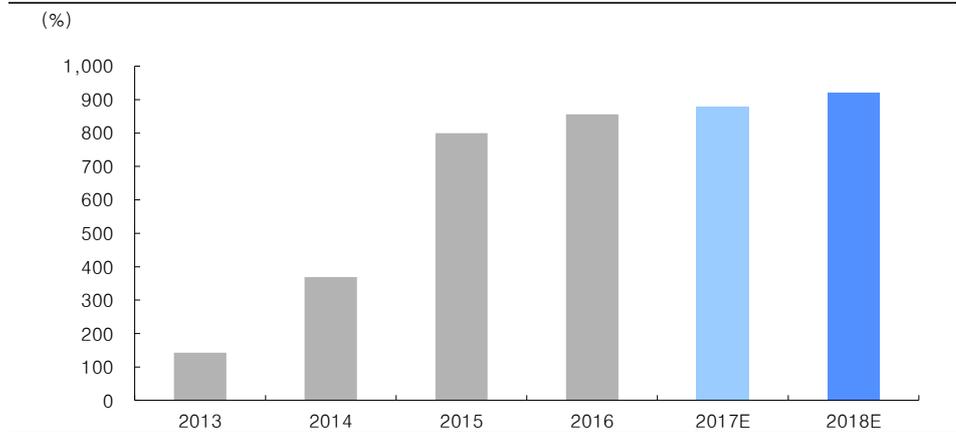
자료: 국내언론, 각사, IBK투자증권 리서치센터 / 주: 2017년 11월 29일 기준

### 내년에도 탄산수시장 진출 움직임은 미미할 듯

높은 성장세가 향후에도 이어진다면 신사업 진출 의미가 있지만 추가 수요 확대 여지가 작아 내년 탄산수 시장으로 신규로 진출하려는 기업은 많지 않을 것으로 보인다. 생수 시장의 약 3분의 1에 달하는 유럽은 대다수 지역의 수돗물에 석회질 성분이 다량 함유되어 있어 생수의 대체재 성격으로 탄산수가 소비되는 측면이 있고 기름진 육류와 빵 위주의 식문화와 궁합도 잘맞는다.

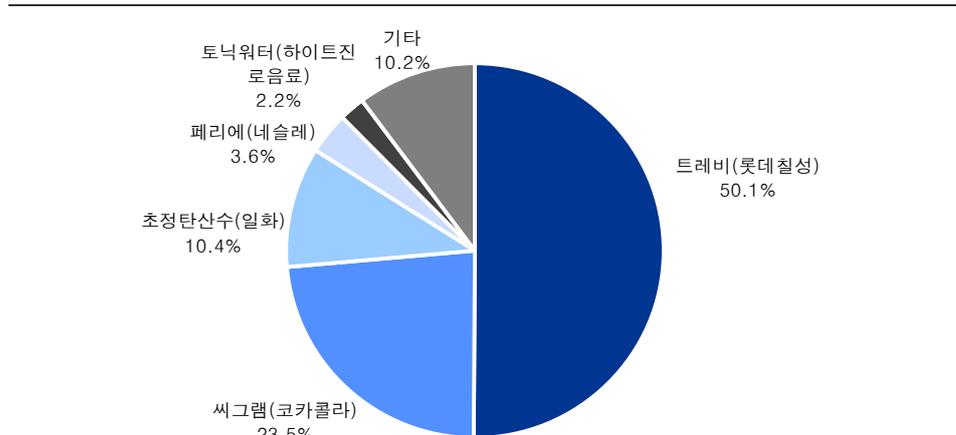
반면 우리나라는 우리나라는 상대적으로 물이 깨끗하고 탕·국·찌개 등 국물류를 바탕으로 한 식문화임을 고려하면 중장기적 측면에서 탄산수 시장의 성장성은 제한적이라는 의견이다.

그림 37. 탄산수 시장 규모 추이 및 전망



자료: AC닐슨, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 2017-18은 IBK투자증권 추정

그림 38. 탄산수 시장 점유율



자료: 닐슨코리아, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 2017년 1~6월

### Ⅲ. 생존 제2법칙: 신제품 확대

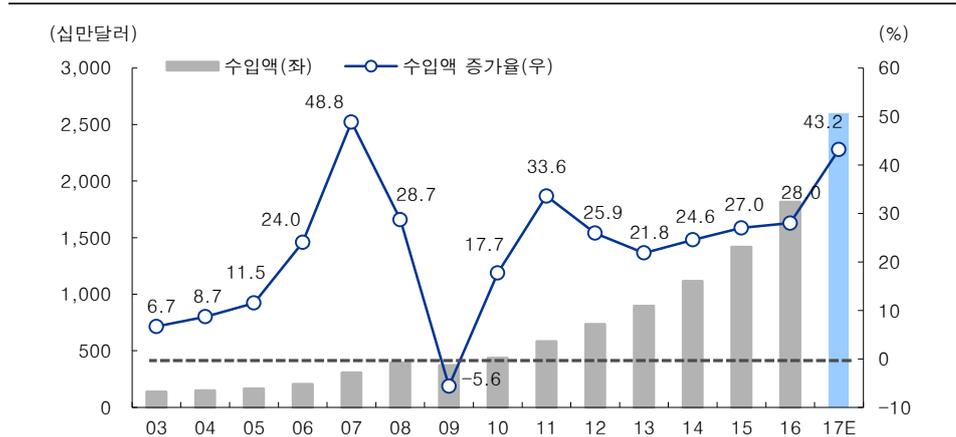
#### 1. 맥주업계, 생존을 위한 몸부림

##### 수입맥주(미국, EU) 관세 철폐 및 소비자 수요 증가로 수입맥주 경쟁력 확대 전망

올해 맥주 총 수입액은 전년 대비 43.2% 증가한 2억 5,999만 달러로 예상된다. 2007년 이래로 가장 높은 성장률을 나타낼 전망이다. 맥주 수입은 2009년 한차례를 제외하고 역성장한 경우없이 국내 소비자들의 높은 수요를 바탕으로 매년 꾸준히 증가하고 있다.

더욱이 내년 1월부터 미국에서 수입되는 맥주의 관세가 전면 철폐되고, 7월부터는 유럽연합(EU)의 맥주에 대해서도 무관세가 적용된다. 이에 수입맥주의 가격 경쟁력이 더 커질 것으로 예상되는 바, 국산 맥주의 입지가 더욱 좁아질 것으로 전망된다.

그림 39. 연간 맥주 수입 추이



자료: 관세청, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 수출입무역통계 HS코드 2203

표 6. 맥주 수입협정세율

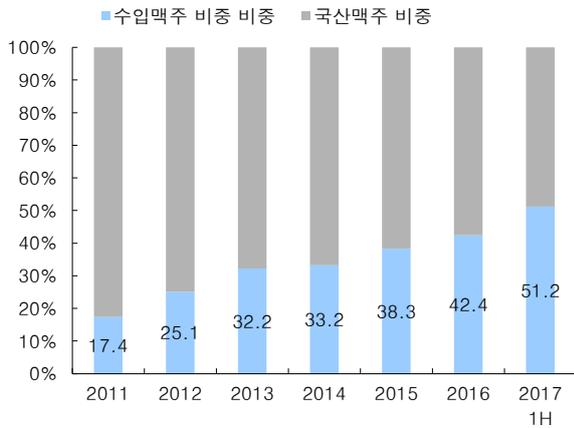
한·미 FTA		한·EU FTA	
연도	협정세율	연도	협정세율
2012	25.7%	2011.07~2012.06	26.2%
2013	21.4%	2012.07~2013.06	22.5%
2014	17.1%	2013.07~2014.06	18.7%
2015	12.8%	2014.07~2015.06	15.0%
2016	8.5%	2015.07~2016.06	11.2%
2017	4.2%	2016.07~2017.06	7.5%
<b>2018</b>	<b>0.0%</b>	2017.07~2018.06	3.7%
2019	0.0%	<b>2018.07~2019.06</b>	<b>0.0%</b>

자료: 관세청, IBK투자증권 리서치센터

### 국내 주류업체의 수입맥주 사업 확대 이어질 듯

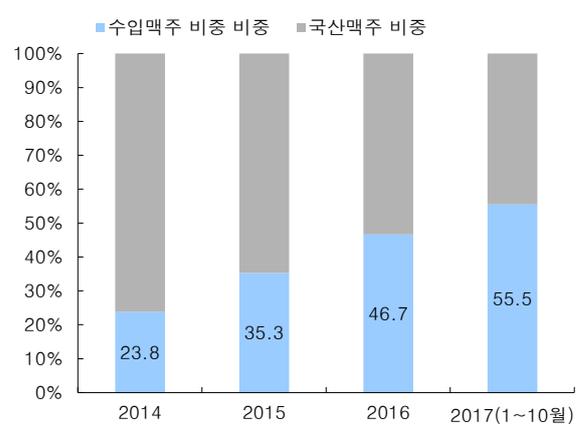
실제로 대형마트 이마트의 수입맥주 매출 비중은 올해 상반기 기준 51.2%를 기록, 절반을 넘어섰다. 2011년 수입맥주 비중이 17.4%였음을 고려하면 짧은 기간내에 매출 비중이 가파르게 상승했다. 또 편의점 GS리테일에서도 작년 말 46.7%였던 수입 맥주 매출 비중이 올해(1~10월), 55.5%로 크게 확대됐다. 이러한 수입맥주 수요 증가세와 맞물려 국내 주류업체의 수입맥주 사업 확대는 내년에도 이어질 것으로 전망된다.

그림 40. 이마트의 수입맥주 매출 비중



자료: 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

그림 41. GS리테일의 수입맥주 매출 비중



자료: 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

현재 오비맥주가 버드와이저, 호가든 등 국내에서 생산·판매하는 브랜드와 코로나, 스텔라 등 수입 판매하는 브랜드를 포함해 약 20여종으로 가장 많은 종류의 수입맥주를 판매하고 있는 가운데, 롯데주류와 하이트진로도 수입맥주 라인을 신규 추가하거나 확대하는 모습이다.

실제로 롯데주류는 일본 아사히그룹홀딩스와 공동 판매하는 아사히 맥주 외에, 내년 1월부터 밀러 유통, 판매를 개시한다. 기린 이치방 크로넨버그 등을 판매하고 있는 하이트맥주도 지난 9월, 기린사의 프리미엄 크래프트 맥주 그랜드 기린 2종을 출시하며 라인업을 강화하고 있다. 뿐만 아니라 매일유업의 계열사인 엠즈베버리지에서도 지난 9월 일본 삿포로사의 프리미엄 브랜드 에비스 판매를 시작했다.

표 7. 주요 수입맥주 유통 및 제조업체 현황

유통업체	제품명	비고
오비맥주	버드와이저, 산토리, 호가든, 스텔라, 레페, 레벤브로이, 벡스, 하얼빈맥주, 코로나 등	제조 및 유통
하이트진로	기린, 크로넨버그, 상하, 투이즈 엑스트라 드라이	유통
롯데주류	아사히(아사히그룹 홀딩스와 공동판매), 맥가클스, NU, L7, 밀러(내년 1월 유통 예정)	유통
매일유업	삿포로, 삿포로 에비스	유통
다이아지오코리아	기네스	유통
비어케이	칼스버그, 칭따오, 에딩거, 싸머스비, 크루저	유통

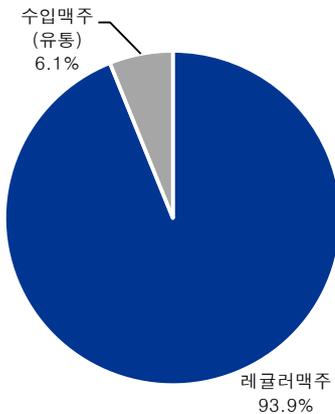
자료: 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

**하이트맥주, 내년 맥주 부문 매출 중 수입맥주 비중이 20.3%로 확대될 듯**

하이트진로의 수입맥주(유통) 매출이 374억원(+93% yoy)을 기록한데 이어, 3분기는 263억원(+86% yoy)을 기록하며 높은 성장세를 나타내고 있다. 이에 동사 맥주 매출 중 수입맥주의 비중(3Q17 기준)은 11.3%(5.2%p yoy)로 확대됐다.

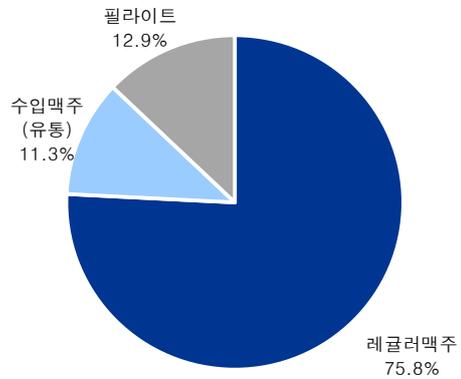
올해 연간 수입맥주 매출은 870억원으로 추정되며, 내년에는 1,250억원(+44.3% yoy)으로 전망된다. 이에 내년 하이트진로의 맥주 매출 중 수입맥주의 비중은 20.3%로 확대될 것으로 예상된다. 레귤러맥주 매출이 감소하는 가운데, 수입맥주의 판매가 크게 늘고 있어 하이트진로도 내년 수입맥주 유통 확대에 주력할 것으로 예상된다.

그림 42. 맥주 부문 매출 구성 (3Q16)



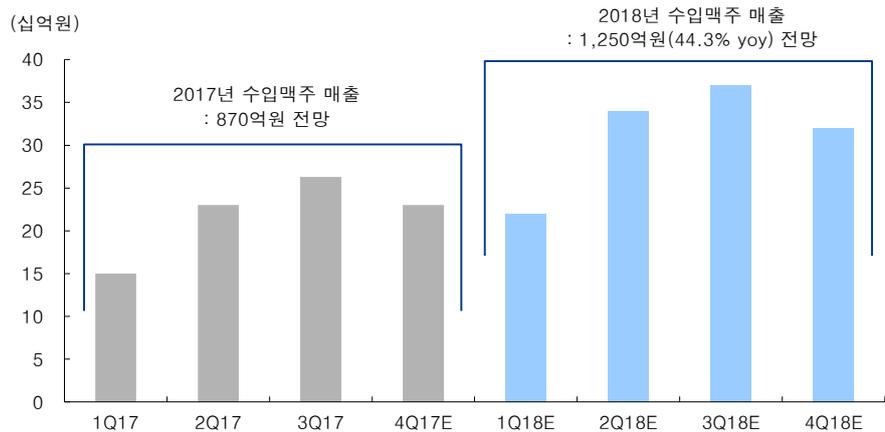
자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

그림 43. 맥주 부문 매출 구성 (3Q17)



자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

그림 44. 하이트진로 수입맥주 매출 추이 및 전망



자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

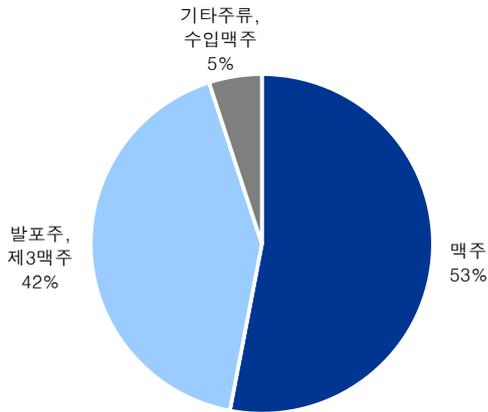
### 수요 창출 위한 발포주, 제3맥주 등 기타주류 신제품 늘 듯

국내 맥주업체들은 확대되는 수입맥주 시장에 편승하는 가운데도 맥주 본연의 경쟁에서 벗어나 새로운 제품을 출시하려는 시도를 이어갈 것으로 예상된다. 하이트진로의 필라이트 성공 사례를 보듯이, 발포주 등 기타주류가 국내 맥주업체들에게 중장기 성장동력이자 돌파구가 될 수 있음이 어느정도 확인됐기 때문이다.

작년 기준 일본의 맥주 시장에서 발포주와 제3맥주의 비중은 45% 수준으로 파악된다. 일본에 발포주가 1995년 첫 출시됐고, 국내는 이제 막 시장이 개화했음을 고려하면 당장에 일본과 같이 발포주 시장이 크게 확대될 것이라고 단정짓기에는 무리가 있다. 하지만 필라이트의 성공은 장기 저성장 국면에서 가성비가 곧 발포주 성장의 원동력으로 작용했던 일본의 사례와 매우 유사하다.

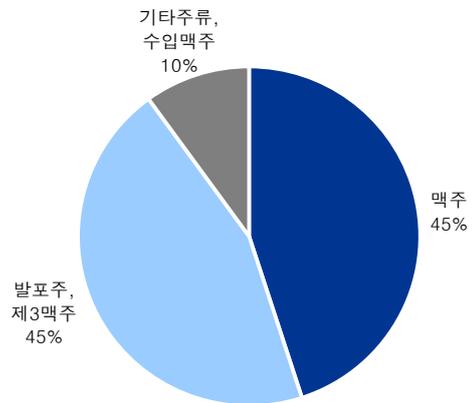
오비맥주가 지난 1990년 대부터 발포주를 생산해 일본에 수출했고, 하이트진로는 2004년부터 일본에 제3맥주를 수출하고 있음을 감안하면 내년, 필라이트를 잇는 기타주류의 출시 가능성이 높아보인다.

그림 45. 일본 맥주 시장 품목별 비중 (2006년)



자료: 일본 후지경제, IBK투자증권 리서치센터

그림 46. 일본 맥주 시장 품목별 비중 (2016년)



자료: 일본 후지경제, IBK투자증권 리서치센터

## 2. 라면, 신제품이 성장 견인

### 1) 성장성

#### 2018년 신제품 출시 확대될 듯

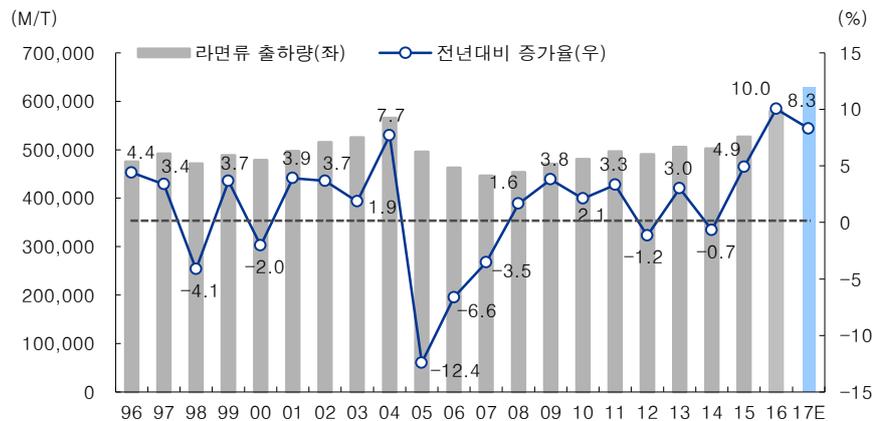
라면 시장은 이미 자연 성장이 어려울 정도로 성숙기에 접어들었다. 하지만 식품 산업의 어느 카테고리보다 소비자 저변이 넓기 때문에, 그 만큼 신제품에 대한 소비자의 호응도가 높다. 이는 곧 신제품 효과가 시장 성장으로 이어질 수 있다는 의미다.

실제로 2000년부터 2014년까지 라면시장의 연평균 성장률은 0.3%를 기록했다. 2000년 이전에도 이미 라면은 보편적인 먹거리였기 때문에 성장이 다소 정체되어있었다. 하지만 2015년 말 짜왕, 진짬뽕 등 중화풍 프리미엄 라면이 출시된 이후 의미있는 출하량 증가세가 나타나고 있다. 2015년 526,803M/T(+4.9% yoy), 2016년 579,645 M/T(+10.0% yoy)에 이어 올해 출하량은 627,756(+8.3% yoy)으로 전망된다.

정체됐던 라면시장에 신제품이 성장 동력으로 작용하고 있는 것이다. 더욱이 최근 출시되는 라면은 대부분 맛과 품질을 향상시킨만큼 기존 출시된 일반라면보다 가격이 두배 이상 높다. 이에 평균판매단가(ASP) 상승 효과가 전체 라면시장 전체 규모 확대 및 라면업체의 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

최근 가정간편식(HMR) 시장의 확대가 라면의 수요 감소로 이어질 것에 대한 시장의 우려가 많은게 사실이다. 하지만 우리나라의 1인당 연간 라면 소비량이 72.8개로 전 세계 1위 수준임을 고려하면 그만큼 라면이 우리 식생활과 밀접하게 연관이 있다고 판단된다. 이에 단기적으로 라면의 수요가 가정간편식으로 인해 급격하게 감소할 가능성은 높지 않다는 의견이다.

그림 47. 라면 출하량 및 전년대비 증가율 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

### 시장의 성장을 위한 신제품 출시 기조는 이어질 듯

주요 라면 제조업체들(농심, 오뚜기, 삼양식품, 팔도, 풀무원)은 매년 신제품 출시를 확대하고 있다. 특히 라면시장이 역성장했던 2014년 이후 확연히 신제품이 늘었다. 2015년 17개, 2016년에는 15개 제품이 출시됐으며, 올해는 21개(11월 26일 기준)로 역대 최대다. 내년에도 맛과 품질을 개선시킨 프리미엄급 신제품이 대거 출시되면서 라면 시장의 성장을 견인할 것으로 예상된다.

표 8. 라면 5사 연도별 출시된 신제품(2011~16)

2011년			2012년			2013년		
출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명
01/18	풀무원	자연은 맛있다	01/09	농심	후루룩 칼국수	01/23	풀무원	오징어짜장
04/15	농심	신라면 블랙	03/12	삼양식품	돈(豚)라면	04/16	풀무원	골뱅이 비빔면
05/04	한국아쿠르트 (팔도)	부산밀면	03/15	팔도	남자라면	05/08	농심	아채라면
07/22	삼양식품	나가사끼짬뽕	04/12	풀무원	백합조개당면	06/07	삼양식품	나가사끼 홍짬뽕
08/08	한국아쿠르트 (팔도)	꼬꼬면	04/16	삼양식품	불닭볶음면	07/03	풀무원	고추송송 사골
10/11	농심	쌀국수짬뽕	04/18	농심	진짜진짜	09/03	삼양식품	구운면(매생이당면, 얼큰육개장)
11/10	오뚜기	기스면	07/18	풀무원	꽃계짬뽕	10/22	농심	떡국면
12/14	농심	곰탕(용기면)	08/01	오뚜기	참깨라면(봉지면)	11/06	팔도	한우설렁탕면
			08/09	팔도	앵그리꼬꼬면	11/21	팔도	불낙볶음면
			11/13	삼양식품	돈사골탕면	12/17	농심	하모니(용기면)
						12/18	삼양식품	한우특+쌀면
2014년			2015년			2016년		
출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명
02/27	농심	찰비빔면	01/13	농심	우육탕면	02/16	풀무원	육개장칼국수
03/04	풀무원	파송송 사골	03/13	삼양식품	허니치즈볶음면	03/02	삼양식품	깃비빔
03/13	삼양식품	토마토 비비올레	04/07	풀무원	황태 메밀 막국수	04/29	농심	드레싱누들
04/03	팔도	도시락 라볶이(용기면)	04/07	풀무원	한그릇 메밀 냉소바	05/26	풀무원	메밀막국수
04/07	오뚜기	카레라면	04/20	농심	짜왕	05/26	풀무원	가쓰오메밀냉소바
04/08	팔도	졸비빔면	05/21	농심	불고기비빔면(용기면)	06/05	오뚜기	아라비아따
07/17	오뚜기	열떡볶이면(용기면)	05/21	농심	피자비빔면(용기면)	06/07	농심	콩나물 독배기(용기면)
09/11	농심	볶음쌀면	07/20	오뚜기	진짜장	07/14	오뚜기	볶음진짬뽕(봉지면)
10/23	팔도	왕뚜껑 철판볶음면 해물(용기면)	07/23	팔도	팔도 짜장면	07/22	풀무원	생라면 매운맛 & 순한맛
			09/11	풀무원	꽃새우짬뽕	08/01	농심	보글보글 부대찌개면
			09/17	삼양식품	깃짜장	08/18	오뚜기	부대찌개라면
			10/11	풀무원	오징어먹물짜장	09/01	팔도	부대찌개라면
			10/15	오뚜기	진짬뽕	09/29	팔도	팔도탄탄면
			11/16	농심	맛짬뽕	11/22	삼양식품	김치찌개면
			11/17	삼양식품	깃짬뽕	12/28	풀무원	햇칠리크랩면
			12/12	팔도	불짬뽕			
			12/29	풀무원	통영굴짬뽕			

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

표 9. 2017년 출시된 라면 신제품

2017년				
출시일	제조사	제품명	특징	
(1)	01/23	삼양식품	핵불닭볶음면	극소수의 매운맛 마니아를 위한 제품. 4월말 생산 중단
(2)	02/15	팔도	쿨 불닭비빔면	2016년 여름철 한정판으로 출시했던 제품을 정식 출시
(3)	02/27	농심	볶음너구리	국물 없는 해물볶음 우동 라면
(4)	03/13	오뚜기	함흥비빔면	출시 이후 3월 판매액 12억원, 4월 15억원, 6월 14억원, 7월 12억원, 8월 8억원 기록
(5)	03/16	팔도	초계비빔면	여름 한정판으로 출시
(6)	04/24	농심	짜왕매운맛	통고추를 다져 원물 그대로 넣은 제품
(7)	4월말	농심	참치마요(용기면)	편의점에서 참치마요 제품들의 높은 인기에 착안해 개발. 달콤 짭조름한 맛이 특징
(8)	05/07	농심	카레라이스 쌀면	쌀이 80% 함유된, 튀기지 않고 바람으로 건조한 면발이 특징
(9)	05/26	오뚜기	콩국수라면	여름철 겨냥. 출시 이후 6월과 7월 판매액이 각각 19억원, 15억원 기록
(10)	05/29	풀무원	생면식감 야끼소바	쫄깃한 생면 식감 면발. 면 위에 뿌려먹을 수 있는 하나 가쓰오부시 동봉
(11)	06/07	삼양식품	와사마요(용기면)	와사비(고추냉이)와 마요네즈, 간장소스를 비벼먹는 볶음면
(12)	6월중	농심	탄탄면	이마트 전용 제품으로 출시
(13)	6월중	농심	굴소스볶음면	이마트 전용 제품으로 출시
(14)	07/12	오뚜기	와사비마요볶이	와사비(고추냉이)와 고소한 마요네즈가 어우러진 맛
(15)	09/01	농심	감자탕면	2006년 9월 출시돼 2009년 단종된 제품을 재출시
(16)	09/15	오뚜기	리얼치즈라면	액상 치즈 소스를 적용해 치즈 본연의 맛과 풍미를 높인 제품
(17)	09/21	팔도	진국설령탕면	1995년 출시했다가 2007년 단종된 제품을 10년만에 재출시
(18)	10/20	삼양식품	한국곰탕면	겨울철 겨냥한 제품으로 곰탕의 진한 사골육수를 베이스로해 담백한 국물 맛이 특징
(19)	10/20	풀무원	얼큰누룽지탕면	탕 요리에 어울리는 얇은 면 사용. 구수한 누룽지 건더기와 은은한 불향이 특징
(20)	11/07	삼양식품	마라불닭볶음면	지난 7월 중국 등 수출 전용 제품으로 출시. 국내 소비자 요청이 많아 국내도 출시
(21)	11/16	오뚜기	굴진뽕빵	굴과 야채를 우려낸 육수가 특징

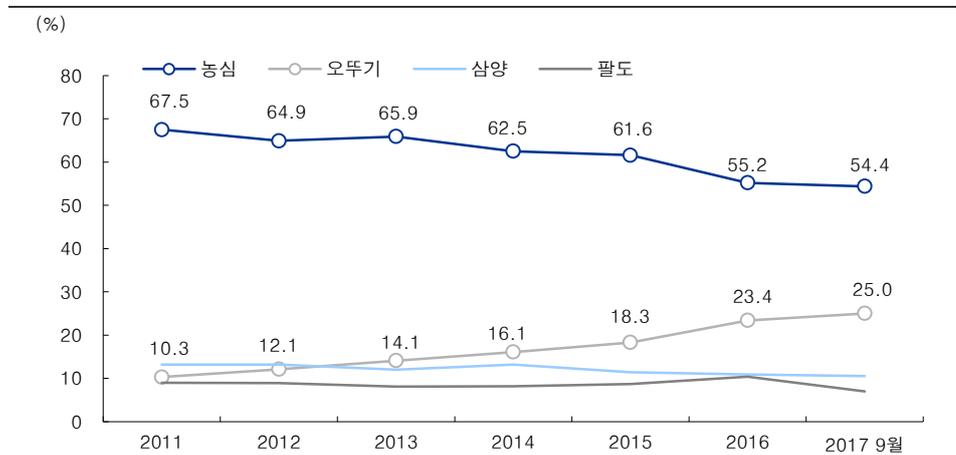
자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

### 오뚜기 점유율 확대에 주목

급변하는 라면시장에서 오뚜기가 빠르게 점유율을 키워가고 있다. 실제로 오뚜기의 시장점유율은 2011년 10.3%에서 올해 9월 기준 25%로 확대됐다. 라면 4사 중 지난 5년간 매년 점유율이 상승한 업체는 오뚜기가 유일하다.

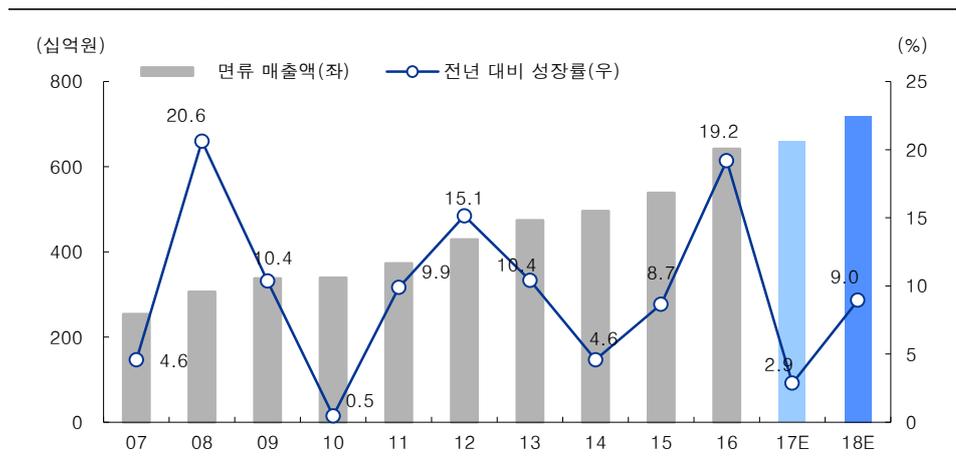
또 오뚜기 면류 부문 매출은 지난 10년간 역 성장한 경우가 없었다. 올해 작년 진짬뽕 출시에 따른 역기저 부담이 있었지만 함흥비빔면, 콩국수라면 등 계절성 신제품 출시 효과와 진라면, 참깨라면 등 주력 제품의 판매 호조세로 매출 성장 기조가 유지될 전망이다. 내년 라면 매출액은 제품 인지도 상승 및 신제품 출시 효과로 올해 대비 9.0% 증가한 7,194억원으로 예상된다.

그림 48. 라면 시장점유율 추이



자료: AC닐슨, 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 49. 오뚜기 면류 부문 매출 추이 및 전망



자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

### 3. 꺼련형 전자담배, 시장 성장 본격화

#### 1) 성장성

##### 경쟁이 꺼련형 전자담배 시장 성장의 촉매제로 작용할 듯

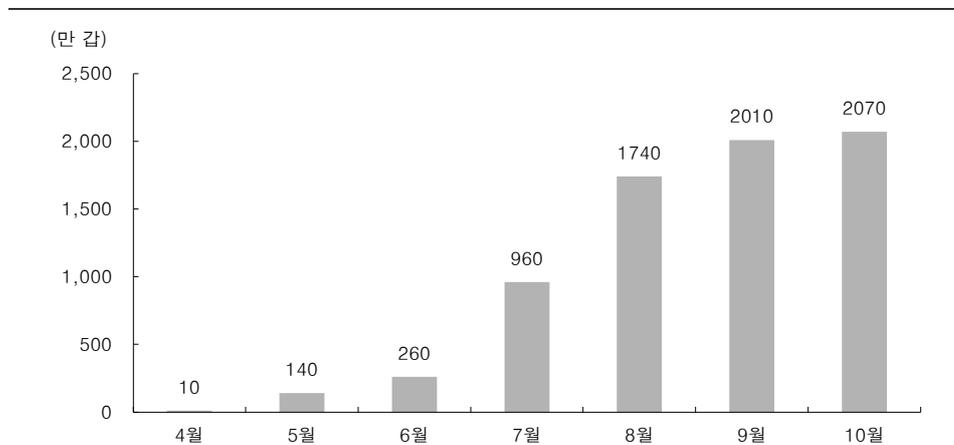
기획재정부에 따르면 꺼련형 전자담배 반출량이 올해 4월 10만 갑에서 10월 기준 2,070만 갑으로 크게 증가했다. 꺼련형 전자담배는 지난 6월 필립모리스의 아이코스 가 공식 출시되면서 국내 담배 시장의 새로운 패러다임으로 떠올랐다. 이후 8월 BAT의 글로가 출시되고, 11월 KT&G에서도 릴을 출시하면서 내년 경쟁이 심화될 것으로 예상되는 가운데, 꺼련형 전자담배 시장이 본격적으로 확대될 전망이다. 다만 유해성에 대해서는 여전히 논란이 많은 상황에서 향후 식품의약품안전처 등 공신력있는 국내외 기관의 유해성 결과가 중장기 시장 성장의 변수로 작용할 여지는 있어보인다.

표 10. 꺼련형 전자담배 3사 비교

제조사	필립모리스	BAT	KT&G
제품명	아이코스(IQOS)	글로(glo)	릴(lil)
공식 출시일	2017. 06. 05	2017. 08. 13	2017. 11. 20
정상가	120,000원	90,000원	95,000원
할인가	97,000원	70,000원	68,000원
전용담배명	히츠(HEETS)	던힐 네오스틱(NEOstiks)	핏(rit)
전용담배 가격	4,300원	4,300원	4,300원
전용담배 종류	4종	3종	2종
기기 형태	충전기기 분리형	기가스틱 분리형	기가스틱 일체형
충전 및 흡연 성능	1개비 흡연이후 본체에 넣어 스틱 충전	본체 완충(2~4시간)시 20~30개비 연속 흡연	완충(2시간)시 20개비 연속 흡연
예열 시간	10초	40초	15초
1회 흡연 시간	6분(14모금)	3분 30초(모금 제한없음)	4분 20초(모금 제한없음)
무게	139g	101g	90g

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

그림 50. 올해 월별 꺼련형 전자담배 반출량 추이



자료: 기획재정부, IBK투자증권 리서치센터

주: 반출량은 담배 제조사 및 판매사가 담배 판매를 위해 제조장이나 보세구역 밖으로 내놓은 물량

## 2 이슈 정리

표 11. 궤련형 전자담배 관련 이슈 정리

월	일	키워드	내용
5월	27일	아이코스	아이코스 스토어(광화문, 가로수길) 2곳에서 하루 400개 사전 한정 판매
6월	5일	아이코스	국내 공식 출시(서울 CU편의점, 이마트 일렉트로마트 유통)
	16일	세금	김광림 자유한국당 의원 등 10인이 궤련형 전자담배에 대해 개별소비세법 등 일반담배와 동일한 세율을 부과하는 법안 발의
7월	13일	아이코스	서울 전역 미니스톱에서 판매 개시
	15일	아이코스	부산에 전용스토어 오픈(해운대 센텀시티)
	20일	아이코스	부산 신세계 센텀시티몰에 전용 판매장과 서비스센터 오픈
	20일	아이코스	대구 공식 출시(대구 신세계 백화점 일렉트로마트)
	22일	아이코스	서울 세븐일레븐 1,900여점에서 아이코스 판매
	24일	아이코스	수도권 이마트24(구 위드미) 약 300개 점포에서 판매 개시
	27일	아이코스	대구 전역 CU에서 판매 개시
	27일	아이코스	부산 지역 CU에서 판매 개시
8월	13일	글로	서울 공식 출시(플래그십 스토어 가로수길점 판매)
	14일	아이코스	광주 이마트 출시
	17일	아이코스	울산 일부 편의점 판매 개시
	22일	세금	국회 기획재정부 조세조정소위원회에서 궤련형 전자담배에 대해 개소세를 부과하는 개별소비세법 개정안 통과
	23일	세금	기획재정부위원장이 논의가 더 필요하다며 전체회의에 법안 상정 유보
	26일	글로	홍대 플래그십 스토어 오픈
28일	세금	국회 기획재정부위원회 전체회의에서 궤련형 전자담배 세금인상 방안이 재 논의됐지만 합의에 이르지 못함	
9월	8일	아이코스	신라면세점 인천공항점에서 면세점 중 단독 판매
	13일	글로	서울지역 내 2,600개 GS25에서 판매 개시
	21일	세금	8월 28일에 이어 궤련형 전자담배 세금 인상안(=개별소비세 일부개정법률안) 처리 무산
10월	12일	세금	국회 기획재정부위원회가 궤련형 전자담배에 부과하는 세금을 일반 담배의 90% 수준으로 올리기로 잠정 합의
	20일	세금	기재위, 궤련형 전자담배의 개별소비세를 일반담배의 90%로 인상안 의결
	23일	글로	서울지역 GS25에 이어 CU와 세븐일레븐으로 판매처 확대
	30일	글로	부산, 대구, 대전 지역의 1,500여개 GS25로 판매 확대
11월	7일	릴	KT&G가 공식 기자 간담회를 열고 궤련형 전자담배 릴(본체)과 핏(스틱) 첫 공개
	9일	세금	궤련형 전자담배 세율 인상안(개별소비세 일부개정법률안)이 국회 본회의 통과
	13일	릴	서울 지역 일부 GS25에서 시범 판매 개시
	20일	릴	서울 전역 GS25에서 공식 판매 개시

자료: 아이코스 고객센터, KT&G, 국내연론, 이마트 등 판매처, IBK투자증권 리서치센터

### 3) 세금인상 이슈

#### 꺼련형 전자담배 세금 인상 가능성은 낮아

국회에서 꺼련형 전자담배의 개별소비세를 일반담배의 90%까지 인상하는 법안이 통과 됐다. 이에 건강증진부담금 등 여타 세금도 일반 담배의 90% 수준까지 올라갈 전망이다. 꺼련형 전자담배 세금이 현행 1,739원에서 2,986원으로 1,247원 오르는 셈이다.

세금이 오르는 만큼 꺼련형 전자담배 가격을 올린다면 일반 담배 가격보다 오히려 1,000원 더 비싼 5,500원 수준이 된다. 필립모리스가 일반 담배보다 200원 더 낮게 히츠를 출시해 꺼련형 전자담배 판매량 확대에 주력했음을 상기하면 일반 담배 가격을 상회하는 수준까지 가격을 인상하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 더욱이 KT&G가 가격인상에 동참하지 않는다면 그간 선두 업체로서 확보했던 시장점유율의 하락으로 이어질 우려가 크다.

또 KT&G입장에서도 꺼련형 전자담배 시장에서 이미 필립모리스와의 시장 격차가 큰 만큼 먼저 가격인상에 나설 가능성은 적어보인다. 이에 세금 인상이 꺼련형 전자담배 가격 인상으로 이어질 가능성은 크지 않다고 판단되며, 만약 올리더라도 일반담배 가격(4,500원) 수준에 그칠 것으로 예상된다.

표 12. 국내 일반담배와 꺼련형 전자담배 세금 비교

(단위: 원)

구분	꺼련형 전자담배 (세금인상전)	꺼련형 전자담배 (세금인상후)	일반담배
담배소비세	528	897	1,007
지방교육세	232.3	395	443
국민건강증진기금	438	750	841
개별소비세	126	529	594
폐기물부담금	24.4	24	24.4
연초안정화기금	-	-	5
부가가치세	391	391	409
세금 합계	1,739.7	2,986	3,323.4

자료: 국내인론, IBK투자증권 리서치센터

#### 4) KT&G

##### KT&G, 후발주자의 패널티 극복할까?

11월 20일 공식 출시한 릴의 판매량이 출시 5일만인 24일 기준으로 초도물량 2만대를 넘어섰다. 높은 수요는 앞서 출시된 아이코스와 글로의 장점을 채택해 제작된 만큼, 후발주자의 패널티에도 불구하고 제품 경쟁력이 뒤쳐지지 않기 때문으로 해석된다.

아이코스와 릴의 출시일 격차는 약 반 년이다. 담배의 특성상 매일 수시로 피우고, 아이코스가 그간 판매 유통망을 지속 확대해왔음을 고려하면 애초에 궤련형 전자담배에 대해 구매 니즈가 있던 상당수의 흡연자는 KT&G가 부재했던 지난 6개월 내 이미 아이코스를 구매했을 가능성이 높다. 후발주자인 BAT 글로 판매량이 아이코스 대비 현저히 낮은 이유도 아이코스와의 출시일 격차와 무관하지는 않을 것으로 판단된다.

이에 릴 초도물량을 구매한 사람이 이미 아이코스나 글로 기보유자일 가능성도 높아 보인다. 즉 신제품 출시 효과가 사라지고 중복 구매 수요가 감소하면 릴 판매가 예상보다 빠르게 둔화될 가능성도 있다는 의견이다.

하지만 이미 국내 궤련형 전자담배 시장의 패권을 쥐고 있는 아이코스와 호환이 가능하다는 점에서 핏(전용담배) 판매량은 점차 증가할 것으로 예상된다. 동사가 최초로 궤련형 전자담배 스틱에 가향 캡슐을 적용한 점이 기존 아이코스 유저들에게 유인으로 작용할 여지가 높아 보이기 때문이다.

따라서 내년 릴 판매량이 크게 늘지 않더라도 릴 유통 및 판매·관리(A/S)에 대한 부담을 덜고 핏 판매에 주력할 수 있어 KT&G는 궤련형 전자담배 시장 확대의 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상된다. 릴보다는 핏 판매량 증가 여부가 중요하다는 의견이다.

그림 51. KT&G의 궤련형 전자담배 디바이스 ‘릴(ℓl)’과 전용담배 ‘핏(fiit)’



자료: KT&G, IBK투자증권 리서치센터

## 4. 스테디셀러의 변신, 나를 잊지 말아요

### 1) 장수제품 리뉴얼

#### 빙과류 시장에서 활발

새로운 먹거리 창출이 요구되는 환경에서도 각사의 캐시카우 역할을 하는 스테디셀러 리뉴얼 제품 출시는 그 어느 때보다 활발해질 전망이다. 장수 제품의 높은 인지도와 충성도를 바탕으로, 마케팅비용에 대한 큰 부담없이 소비자의 구매력을 이끌어 낼 수 있기 때문이다. 또 리뉴얼 제품 출시를 통해 가격 인상 효과도 기대할 수 있다.

특히 성장이 둔화되어 있는 빙과 업계에서 스테디셀러 리뉴얼 제품이 두드러지게 나타나고 있다. 롯데제과는 지난 4월, 80년대 출시된 죠스바(1983)와 스크류바(1985), 수박바(1986) 등 대표 장수 제품을 파우치와 컵 형태로 변형해 출시했는데 수요 대비 공급이 부족할 정도로 높은 인기를 구가했다.

지난 8월 롯데푸드도 기존 돼지바를 콘으로 출시해 두 달여 만에 누적 판매량 1,000만 개를 돌파했다. 이렇듯 소비자 호응이 좋아 내년에도 식품업계에 저비용 고효율 리뉴얼 트렌드는 이어질 것으로 예상된다.

그림 52. 파우치와 컵 형태로 리뉴얼된 죠스바, 스크류바, 수박바



자료: 롯데제과, IBK투자증권 리서치센터

그림 53. 돼지바를 돼지콘으로 리뉴얼



자료: 롯데푸드, IBK투자증권 리서치센터

## 2) 다른 업계와 콜라보레이션

### 식품업계 마케팅의 진화

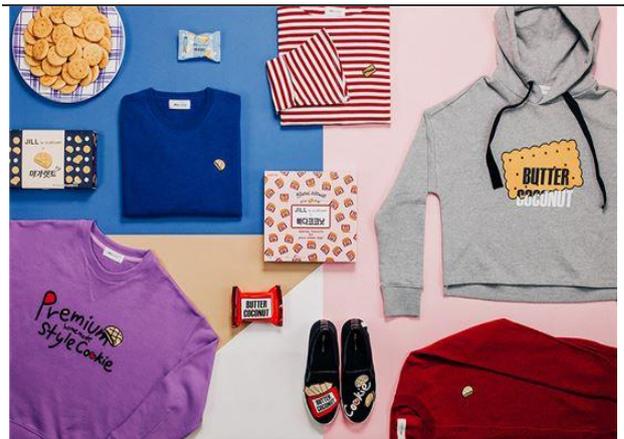
식품업계는 스테디셀러 리뉴얼 제품 출시에 그치지 않고 패션 등 다른 업계와 콜라보레이션을 통해 소비자 접점을 높여가고 있다. 70~80년대 출시된 장수 제품은 소비자 충성도가 높다는 장점이 있는 반면, 자칫 젊은 세대들에게는 다소 올드하다는 인상을 줄 수 있다. 이에 제품 자체를 홍보하기보다는 색다른 이미지를 부각시키는 우회적인 마케팅 시도가 늘고 있는 추세다. 당장에 콜라보레이션 대상 제품 판매량의 급격히 늘기는 어렵겠지만 중장기적으로 대상 제품에 대한 소비 심리를 자극할 수 있고 브랜드 및 제품 이미지 제고 차원에서 의미가 있다고 판단된다. 이에 타업계와 협업을 통한 우회적 마케팅은 식품업계 전반으로 이어질 가능성이 높아보인다. 실제로 롯데제과는 LF와 협업해 빠다코코넛(1979년 출시), 마가렛트(1987년 출시) 등을 캐릭터화한 의류 및 패션 제품을 출시했고 농심도 모닝글로리와 함께 새우깡(1971년 출시)노트 등 문구류를 출시했다. 빙그레는 작년 11월 CJ올리브영과 화장품을 출시한데 이어, 올해는 힐라와 손잡고 메로나의 멜론색을 적용한 슬리퍼를 선보였다.

그림 54. 농심+모닝글로리=인기 스낵 브랜드를 활용한 문구



자료: 농심, IBK투자증권 리서치센터

그림 55. 롯데제과+LF=제품 이미지를 캐릭터화한 의류 패션제품



자료: 롯데제과, IBK투자증권 리서치센터

그림 56. 빙그레+CJ올리브영=바나나맛우유 화장품



자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

그림 57. 빙그레 메로나+FILA= 메로나 운동화



자료: 빙그레, IBK투자증권 리서치센터

## IV. 생존 제3법칙\_ 판매처 확대

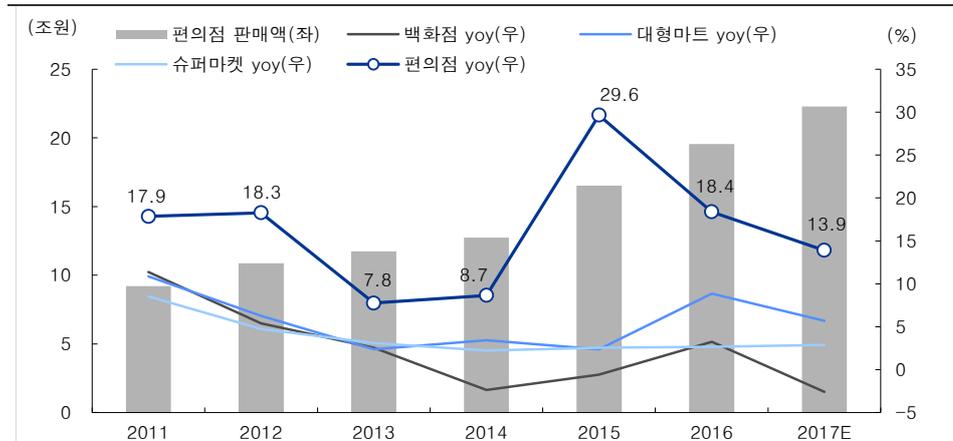
### 1. 편의점의 질적 성장에 편승

#### 1) 편의점과의 연결 고리 강화

유통채널이 소비자 접점이자 곧 최종 구매가 이루어지는 장소라는 점에서 소매업태 중 편의점의 성장세는 식품 제조업체에게도 의미있는 이슈라고 판단된다. 무엇보다 주요 소매업태 중 편의점의 식품 카테고리 매출 증가율이 가장 높다. 2014년 이래로 전년 동월 대비 식품부문 매출이 역성장한 적이 없다. 식품 소비 트렌드를 주도하는 공간으로 진화하고 있는 편의점과 연결고리를 강화하는 식품업체에게는 성장의 기회가 될 수 있다고 판단된다.

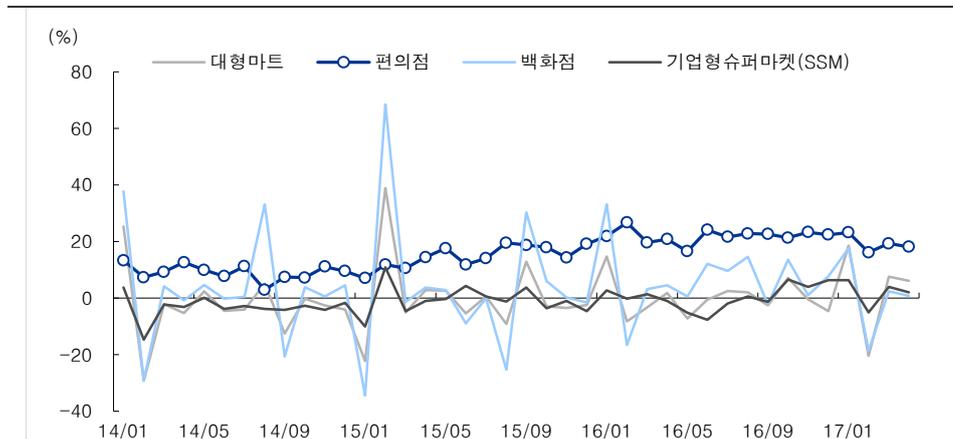
올해 국내 편의점 시장규모(경상판매액 기준)는 작년 말 기준 우리나라 편의점 시장규모(경상판매액 기준)는 전년 대비 13.9% 증가한 22조 2,770억원으로 전망된다. 대형마트의 연평균 성장률이 5.7%, 백화점이 2.3%, 슈퍼마켓이 3.8%로 예상됨을 고려하면 여전히 높은 성장세다.

그림 58. 편의점 판매액 및 각 소매업태별 판매액증가율 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터. 주: 경상판매액 기준

그림 59. 소매업태별 식품카테고리 매출증가추이

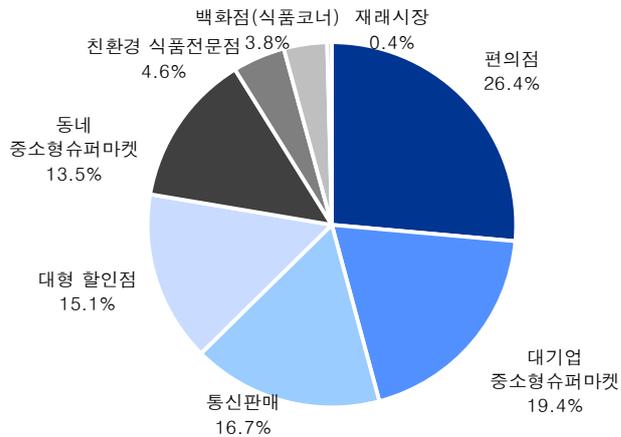


자료: 산업통상자원부, IBK투자증권 리서치센터

## 2) 편의점의 영향력 확대

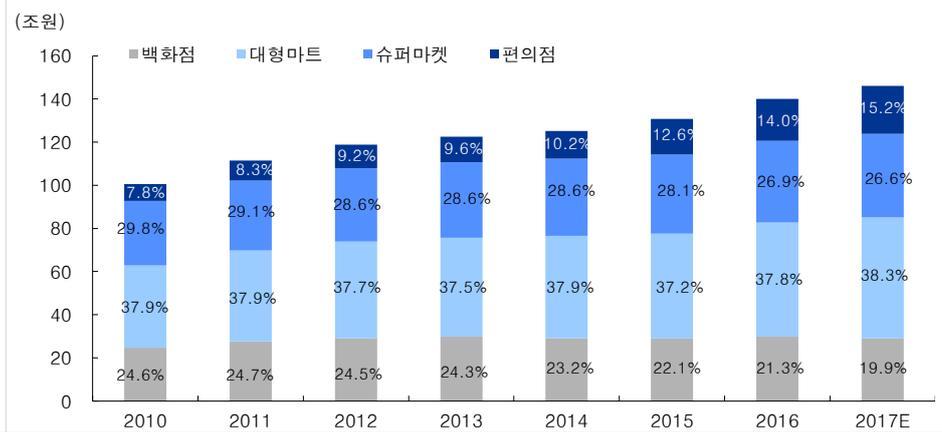
1인가구 확대로 소량 구매와 근거리 쇼핑 소비 트렌드가 형성되면서 편의점 산업의 발달로 이어졌다. 작년 1인가구 비중이 27%를 넘어섰으며 오는 2025년에는 31.3%, 2035년에는 34.3%로 확대될 전망이다. 실제로 1인가구 고객의 비중이 가장 증가하는 식품 소매채널이 편의점으로 나타났다. 이에 소매업체 중 편의점의 영향력(비중)은 점차 증가할 것으로 예상된다.

그림 60. 1인가구 고객 비중이 가장 증가하는 식품 소매업체 유형



자료: 한국농촌경제연구원, IBK투자증권 리서치센터

그림 61. 소매업체별 판매액과 판매 비중



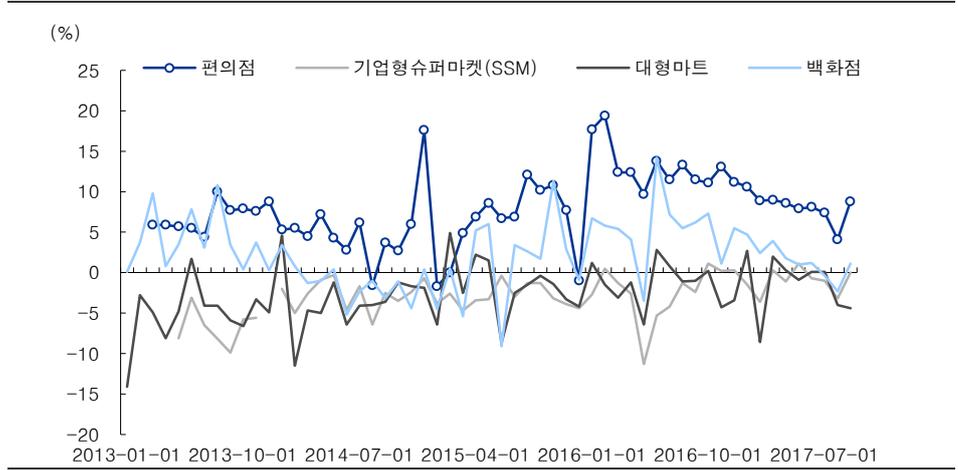
자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

주1: 소매업체 중 승용차 및 연료소매점, 전문소매점, 무점포소매(인터넷쇼핑, 홈쇼핑, 배달 및 방문 판매 등)는 제외

주2: 경상판매액 기준

실제로 구매건수 증가는 편의점을 찾는 소비자의 빈도수가 늘고 있다는 것을 의미하며 그만큼 편의점에 대한 생활 밀착도와 수요가 높다는 것으로 해석할 수 있다.

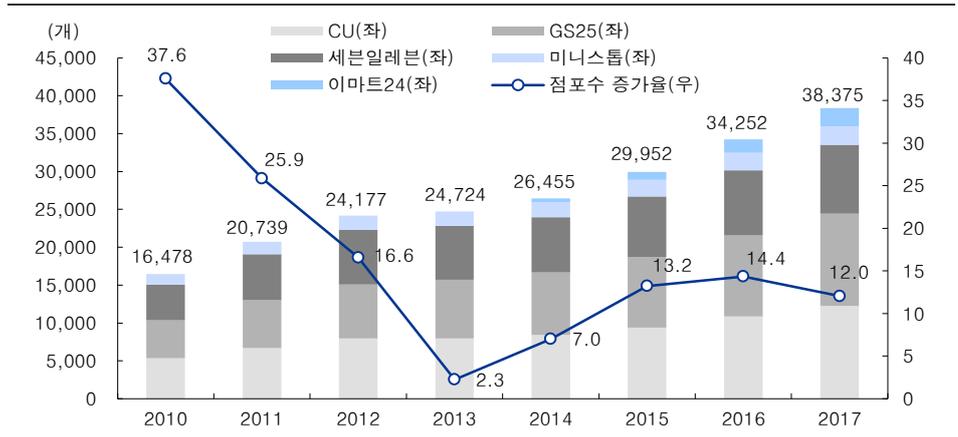
그림 62. 유통채널별 월별 구매건수 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권 리서치센터

2010년 16,478개였던 국내 편의점 수는 올해 38,375개(10월 기준)로 늘었다. 이에 따라 편의점 1개당 커버 인구수도 2010년 3,066명에서 올해 1,349명으로 크게 감소했다. 점당 평균 면적을 논외로 한다면 편의점 왕국으로 불리는 일본의 편의점 1개당 커버 인구수(약 2,226명)보다 월등히 낮아진 상황이다.

그림 63. 연도별 편의점 점포수 추이



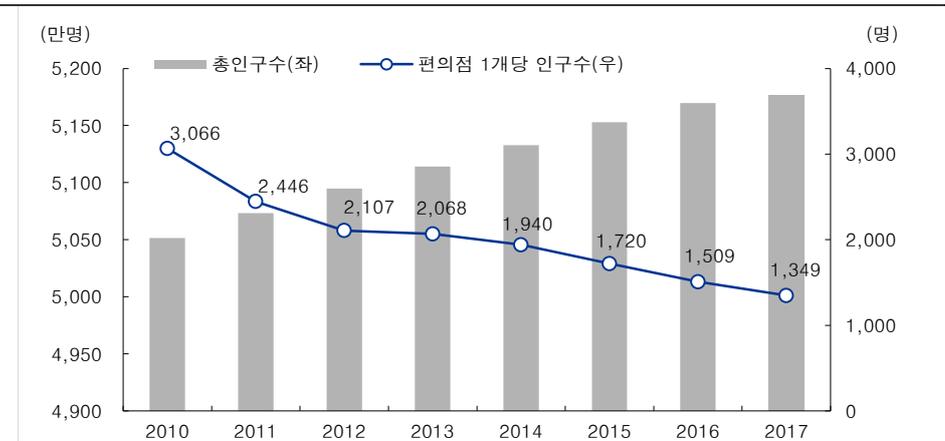
자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 2017년은 10월 기준

### 3) 양적성장 → 질적성장

#### 질적성장은 식품 카테고리에서 비롯될 듯

매년 점포수 증가율만큼의 인구수 증가를 기대하기 어렵다는 점에서 점포수 순증세에도 분명한 한계는 존재할 것이다. 실제로 올해 2월부터 점포수 증가에 따른 점당 매출 역신장세가 이어지고 있다. 이에 그간 편의점 시장이 점포수 증가에 따른 양적 성장을 해왔다면, 앞으로는 객단가 증가, 점당 매출 효율 제고에 기인한 질적 성장이 예상된다.

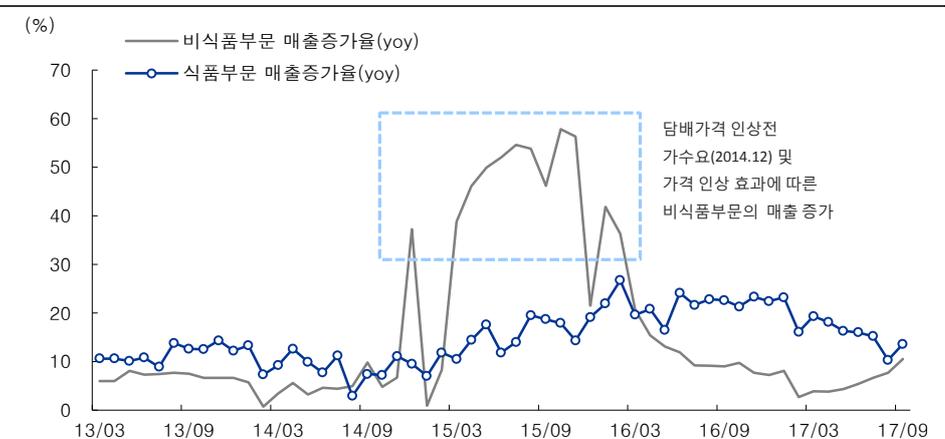
그림 64. 편의점 1개 점포당 인구수 감소 추세



자료: 행정자치부, IBK투자증권 리서치센터  
 주1: 거주자, 거주불명자, 재외국민 모두 포함  
 주2: 2017년은 10월 기준

편의점의 질적성장은 먹거리에서 비롯될 것으로 예상된다. 실제로 2015년 담배 가격인상효과(2014년 12월 가수요 포함)를 예외시하면 식품부문의 매출증가율이 생활용품과 잡화, 담배 등 비식품부문보다 높다.

그림 65. 편의점 비식품부문과 식품부문의 전년동월대비 매출증가율



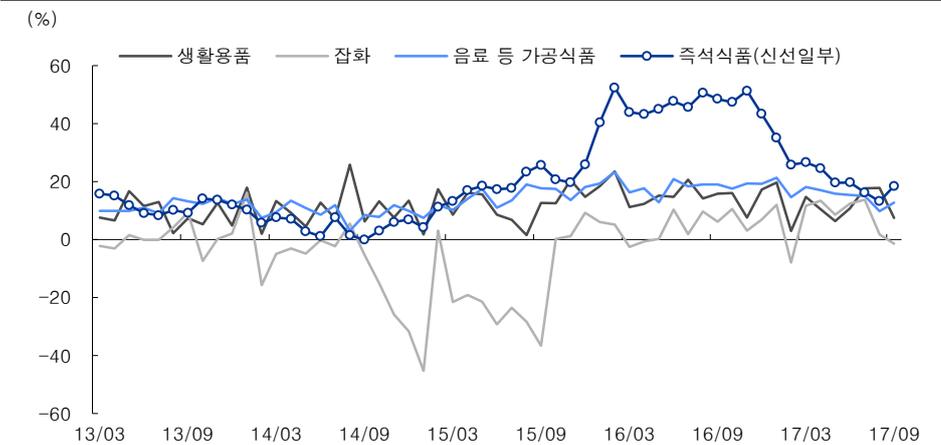
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권 리서치센터  
 주: '비식품부문'은 생활용품과 잡화, 담배 등 기타임. '식품부문'은 음료 등 가공식품과 즉석식품(신선일부)임

### 식품 카테고리 중에서 즉석식품이 성장 주도할 듯

즉석식품이 편의점 먹거리 성장세를 주도할 것으로 보인다. 최근 편의점 상품카테고리 중 도시락, 김밥 등 즉석식품(신선일부)이 가장 높은 성장세를 나타내고 있다. 실제로 올해(1~9월) 즉석식품의 월 평균 매출 증가율은 22% 수준이다. 도시락 판매가 두드러졌던 2016년 역기저 효과를 감안해도 음료 등 가공식품(15%), 생활용품(12%), 잡화(7%), 대비 높았다.

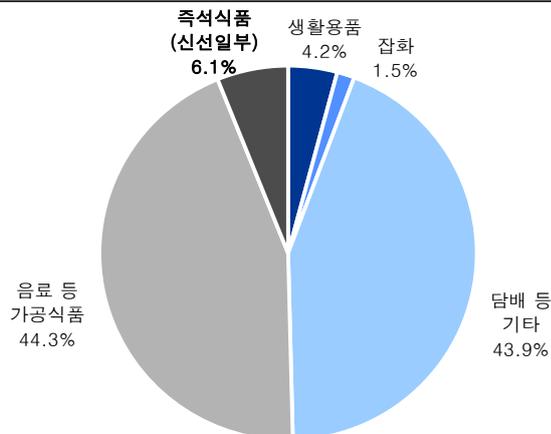
이에 편의점 내 즉석식품(신선일부)의 매출 비중은 2015년 말 6.1%에서 올해 9월 8.4%로 증가했다. 일본 내 편의점에서 즉석식품의 비중이 30% 수준임을 감안하면 국내 편의점 신선식품의 성장 가능성은 여전히 높다고 판단된다.

그림 66. 편의점 상품군별 전년동월대비 매출증가율



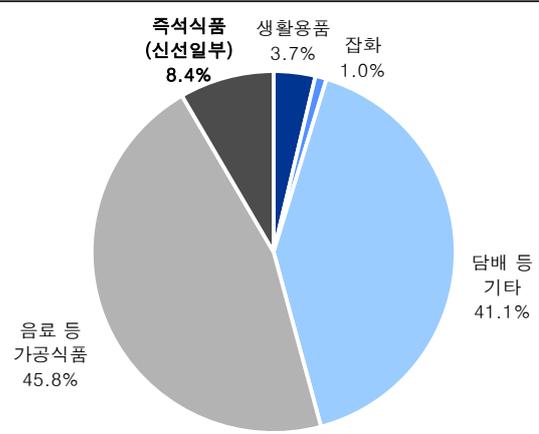
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권 리서치센터

그림 67. 편의점 상품군별 매출비중(2015년)



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권 리서치센터

그림 68. 편의점 상품군별 매출비중(2017년 9월)



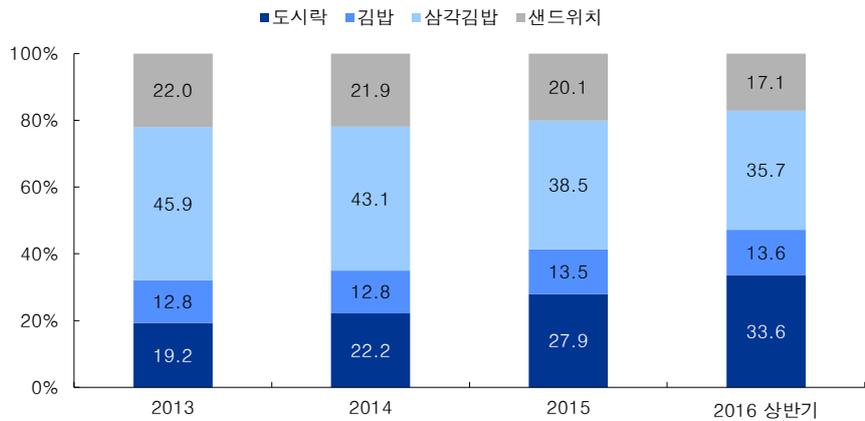
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권 리서치센터

#### 4) 편의점 먹거리

##### 편의점 먹거리에 대한 소비자의 기대치 높아져

편의점 즉석식품에 대한 소비자의 기대치는 높아지고 있다. 불과 몇 년 전까지만 해도 편의점 대표 먹거리는 단연 삼각김밥이었다. 실제로 편의점 즉석식품 상위 4개 품목(삼각김밥, 샌드위치, 김밥, 도시락)중에서 삼각김밥의 비중은 2013년까지만 해도 45.9%로 독보적이었다. 하지만 작년 상반기 기준, 삼각김밥의 비중은 35.7%로 감소했고 그 자리를 도시락이 채웠다. 도시락의 비중은 2013년 19.2%에서 작년 상반기 33.6%로 단기간내 크게 상승했다. 편의점에서도 무조건 저렴한 먹거리보다는 일본의 사례와 같이 완전한 한끼 해결을 위한 다양하고 품질 높은 먹거리에 대한 니즈가 확대된 결과로 해석된다. 과거 유명 연예인을 모델로 내세웠던 편의점 도시락 트렌드가 올해 들어 한우, 장어 등 ‘프리미엄급 식재료’를 어필하며 품질에 주력하고 있다. 실제로 GS25에서 올해(1~8월) 4,500원 이상 프리미엄 도시락 매출이 지난해 같은 기간보다 약 50% 증가했다. 다양한 고객의 니즈에 맞춰 편의점 도시락 제품은 세분화되면서 시장 확대 기조가 이어질 전망이다.

그림 69. 편의점 즉석식품 상위 4개 품목의 판매 비중 추이



자료: AC닐슨, IBK투자증권 리서치센터

표 13. 최근 출시된 도시락은 프리미엄 식재료 사용해 품질 어필

제조사	GS25	7-ELEVEN	CU
이미지			
주요제품	심야식당	전주식 한상도시락	풍천민물장어
출시일	2017년 8월	2017년 9월	2017년 7월
주요반찬	연어구이 · 명란마요	버섯우영밥 · 오미산적	민물장어
가격	4500원	4,500원	9,900원

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

### 롯데푸드와 SPC삼립, 편의점 먹거리 성장의 수혜

내년 소비자의 편의점 먹거리 수요가 늘 것으로 예상되는 가운데, 롯데푸드와 SPC삼립의 편의점향 매출 성장세가 이어질 전망이다. 롯데푸드는 후레쉬델리카를 통해 세븐일레븐을 비롯한 CU, GS25, 코레일 스토리웨이 등 편의점으로 도시락, 삼각김밥 등 HMR제품을 납품하고 있다. 후레쉬델리카 매출은 작년 1,200억원에서 올해 1,400억원으로 증가할 것으로 예상되며, 내년에는 생산 증가에 따른 평택 공장 가동율이 늘면서 마진 개선 기대감도 유효하다.

SPC삼립도 샌드위치 브랜드 샌드팜을 통해 편의점에서 약 100여 개의 제품을 판매하고 있다. 편의점 샌드위치 시장에서 점유율 약 20%로 1위다. 작년 샌드팜 매출은 425억원(+25% yoy)을 기록했으며, 생산설비 증설 이후 신제품 출시 효과로 올해는 550억원(+30% yoy)까지 매출이 증가할 전망이다. 얼마전 충청북도 청주에 1만6천㎡(5천평)의 종합식품 공장을 완공했다. 신선편의식품 사업을 신성장 동력으로 추진하는 만큼, 편의점 내 시장 경쟁력은 점차 확대될 것으로 기대된다.

그림 70. 롯데푸드\_ 델리카의 편의점 판매 제품



자료: 롯데푸드, IBK투자증권 리서치센터

그림 71. SPC삼립\_ 편의점에서 판매되는 샌드팜 브랜드 제품



자료: SPC삼립, IBK투자증권 리서치센터

## 2. 포스트 차이나 시대 준비

### 내년 식품업계의 베트남 사업 확대 전망

사드 이슈가 완화되고 있어 내년 중국향 매출은 올해 대비 회복세를 나타낼 전망이다. 다만 이번 사드 이슈를 통해, 해외 수출(중국법인 포함) 중 중국 수출이 얼마나 큰 부담으로 작용할 수 있는지 기업들이 인지했을 것으로 사료된다. 이를 계기로 내년 포스트 차이나 시대를 준비하는 움직임이 더 적극성을 띠 것으로 예상된다.

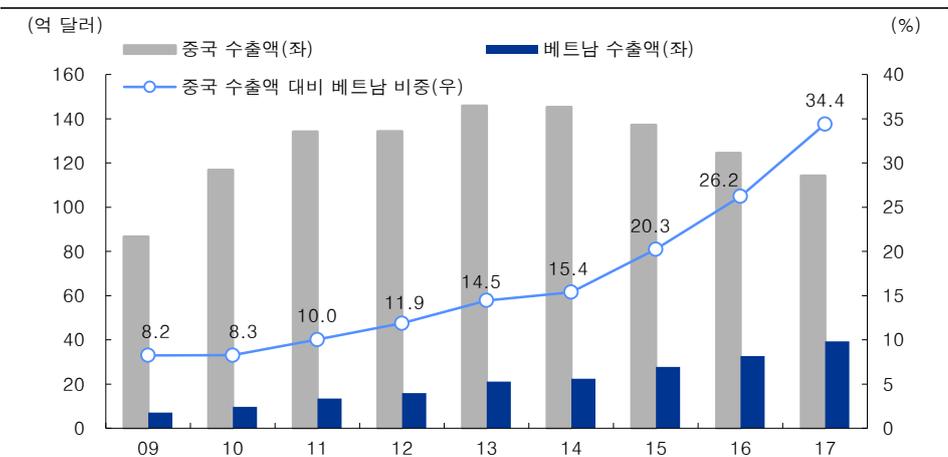
현실적으로 보면 포스트 차이나는 베트남이 유력하다. 베트남은 올해(1-10월 누적) 기준 우리나라에게 중국, 미국에 이어 세 번째로 큰 수출 대상 국가다. 2009년 10대 수출 국가에 진입한 이후 한차례의 순위 하락도 없었다. 이에 베트남 수출액은 중국향 수출액(100%) 대비 34.4% 수준까지 높아진 상황이다. 중국향 수출액이 감소하고, 베트남향 수출액은 확대되고 있어 베트남 수출의 중요성이 높아지고 있다.

표 14. 우리나라의 10대 수출국가

	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년 (10월 누적)
1	중국								
2	미국								
3	일본	일본	일본	일본	일본	일본	홍콩	홍콩	베트남
4	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	베트남	베트남	홍콩
5	싱가포르	싱가포르	싱가포르	싱가포르	싱가포르	싱가포르	일본	일본	일본
6	말레이시아	대만	대만	베트남	베트남	베트남	싱가포르	싱가포르	호주
7	대만	인도	인도네시아	대만	대만	대만	인도	대만	인도
8	독일	독일	베트남	인도네시아	인도네시아	인도	대만	인도	대만
9	인도	베트남	인도	인도	인도	인도네시아	멕시코	멕시코	싱가포르
10	베트남	인도네시아	브라질	러시아연방	러시아연방	멕시코	호주	말레이시아	멕시코

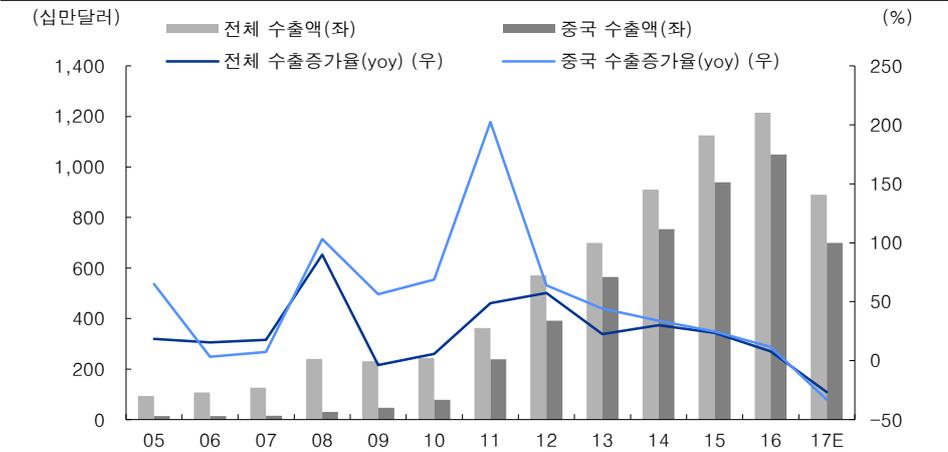
자료: 관세청, IBK투자증권  
주: 수출금액 기준

그림 72. 베트남 수출의 중요성 높아져



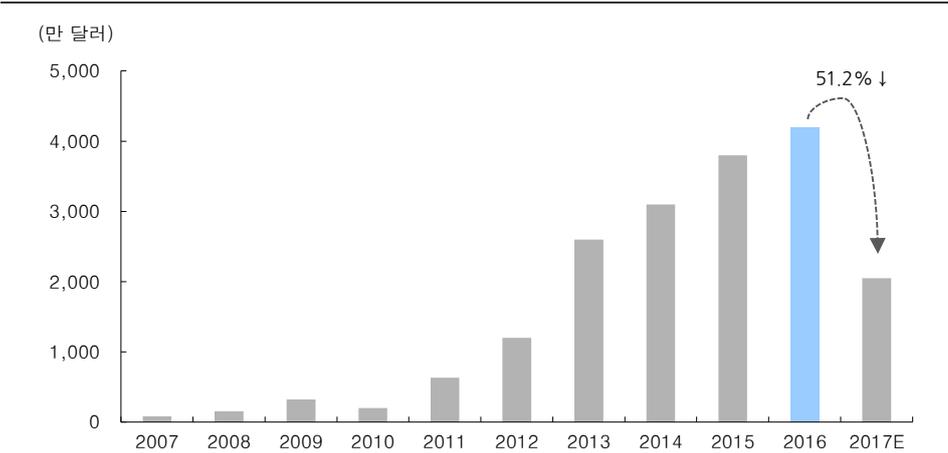
자료: 관세청, IBK투자증권 리서치센터  
주: 수출금액 기준

그림 73. 중국향 조제분유 수출 증가율 감소 추세



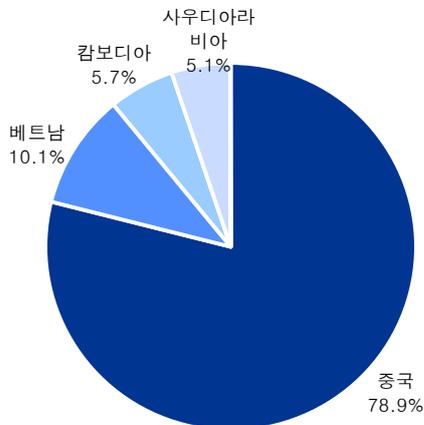
자료: 관세청, IBK투자증권 리서치센터

그림 74. 매일유업의 중국 매출 추이



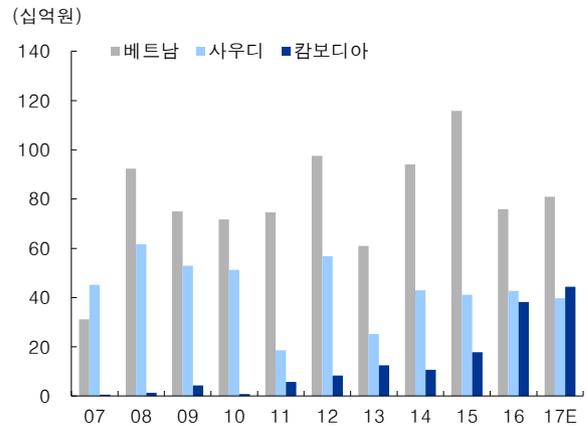
자료: 매일유업, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 2010년 국내 구제역 이슈로 수출 일시 중단(2010. 10 재계)

그림 75. 조제분유 수출 대상 국가 비중 (2017E)



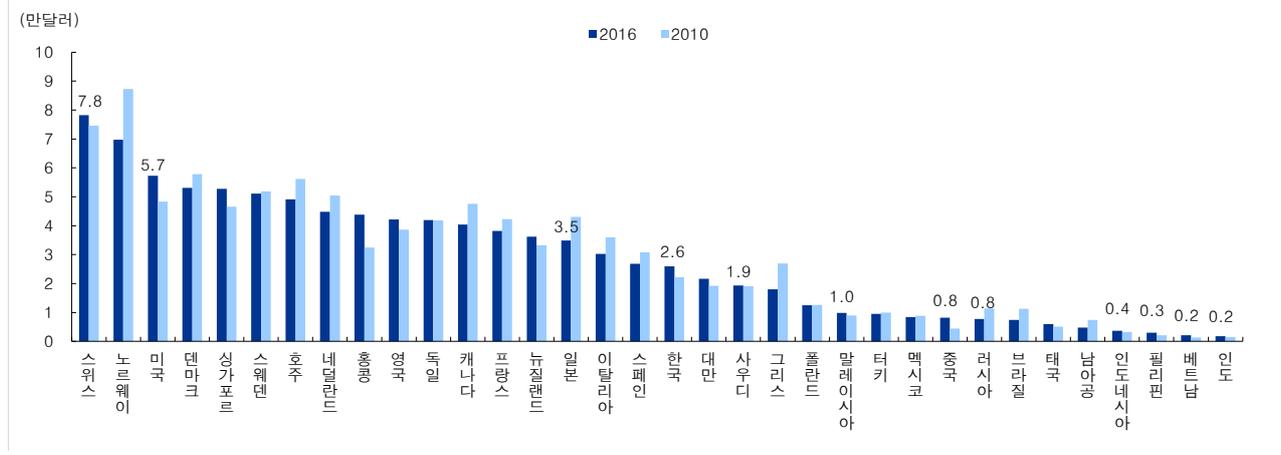
자료: 관세청, IBK투자증권 리서치센터

그림 76. 조제분유 수출 추이(중국 외 상위 3개 수출 국가)



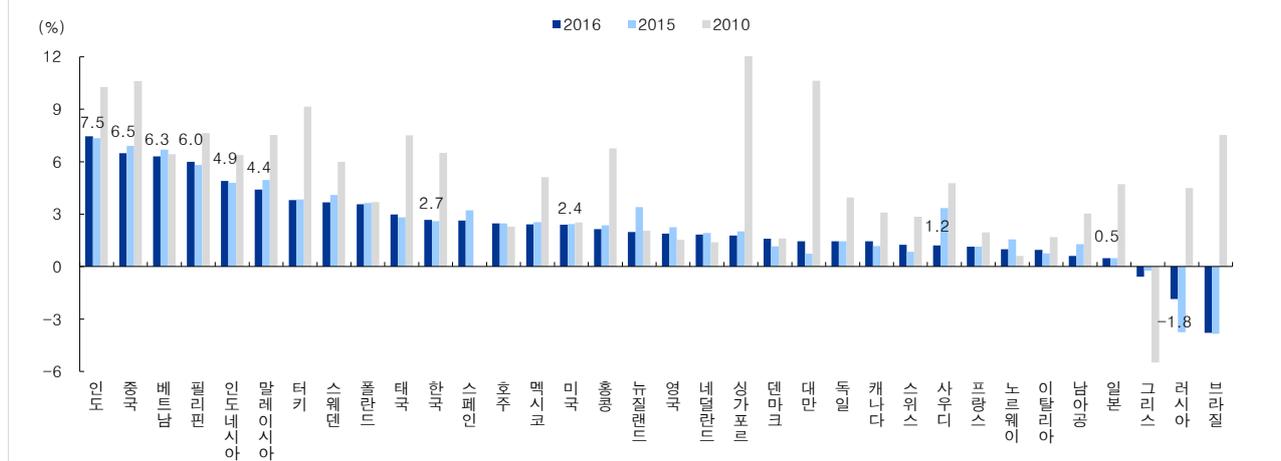
자료: 관세청, IBK투자증권 리서치센터

그림 77. 주요 국가별 1인당 GDP



자료: IMF, 세계은행, IBK투자증권 리서치센터

그림 78. 주요 국가별 실질 GDP성장률



자료: IMF, 세계은행, IBK투자증권 리서치센터



2018 OUTLOOK

## 퀀트로 보는 음식료 업종 매력도 분석

섹터 애널리스트로서 음식료 업종에 국한되어 산업 및 기업 분석 업무를 하다보면, 간혹 음식료 뿐 아니라 IT, 철강, 화학 등 전 업종과 기업들이 동일한 주식 시장에 상장되어 있음을 잊게 되는 경우가 적지 않다. 즉 음식료 업종의 절대적 투자 매력도만 따지게 되는 것이다.

하지만 어떠한 투자 주체도 무한정 주식을 매수할 수 없다는 전제하에, 상대적으로 투자 매력도가 더 높은 업종과 관련 종목으로 매수세가 집중될 것임은 분명하다. 이에 근본적 측면에서 정량적 평가를 통해 다른 업종과 상대적 투자 매력도의 우열을 따져보는 일이 동반되어야 한다고 생각한다. 음식료 업종의 절대적 투자 매력도가 높더라도 다른 업종 대비 상대적 매력도가 낮다면 업종 지수 상승율이 크지 않을 수 도 있기 때문이다.

내년 음식료 업종은 경쟁 심화에도 불구하고, 투입원가 하락, 구조조정효과, 사드 기저효과 등으로 올해보다 수익성이 개선돼 '절대적 매력도'는 높아질 전망이다. 그렇다면 상대적 투자 매력도도 높아질까? 퀀트 애널리스트와 함께 2018년 음식료 업종의 '상대적 매력도'에 대해 분석해 보았다.

## 1. 퀀트로 보는 음식료 업종 매력도 분석

### 1. 2010년 이후 국면별 음식료 업종의 상대적 투자 매력도 비교

2010년 이후 KOSPI와 음식료 업종지수는 서로 다른 방향으로 움직인 적이 두 차례 있음

1. 2011년 9월~2015년 7월 KOSPI는 박스권에서 횡보했으나 음식료 업종은 상승 랠리 지속

2. 2016년 7월~현재: KOSPI는 상승했으나 음식료 업종은 추세상 하락

이번 장에서는 계량분석 관점에서 음식료 업종의 상대적 투자 매력도를 점검해보고자 한다. 2010년 이후 KOSPI 지수와 음식료 업종의 지수가 추세적으로 서로 다른 방향으로 움직인 경우가 두 차례 있었다. 첫 번째는 2011년 9월부터 2015년 7월까지로 해당 기간 KOSPI는 박스권 패턴을 장기간 반복하면서 횡보했던 시기다. 반면, 음식료 업종은 해당기간 동안 상승 랠리를 지속했다. 두 번째는 2016년 7월 이후로 KOSPI는 상승 랠리를 지속하고 있지만, 음식료 업종은 하락했고, 현재는 좁은 범위의 박스권에서 등락하고 있다.

당시 시장상황을 생각해보면 충분히 납득할만한 상황이다. 첫 번째 시기는 차화정(2009~2011년, 자동차, 화학, 정유) 랠리가 마무리 되면서 조정 받았고, 이후 경기방어 업종을 중심으로 한 내수주 랠리(2014~2015년, 화장품, 건강관리)가 진행됐던 시기다. 음식료 업종 역시 넓은 범위에서 주도주 그룹을 형성하면서 KOSPI 지수를 상회했다.

반면, 두 번째 시기는 블랙리스트가 현실화 됐던 시기다. 당시 글로벌 증시는 변동성이 상당히 확대됐으나, 이후 빠르게 안정화되면서 오히려 증시가 상승흐름을 보였던 시기다. 특히 IT와 금융업종을 중심으로 회복세를 보였고, 경기민감 업종이 경기방어 업종에 상대적으로 아웃퍼폼했던 시기였기 때문에 음식료 업종은 추세적으로 하락했다.

그림 79. 2010년 이후 KOSPI 지수 및 음식료(필수소비재) 업종 지수 추이



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

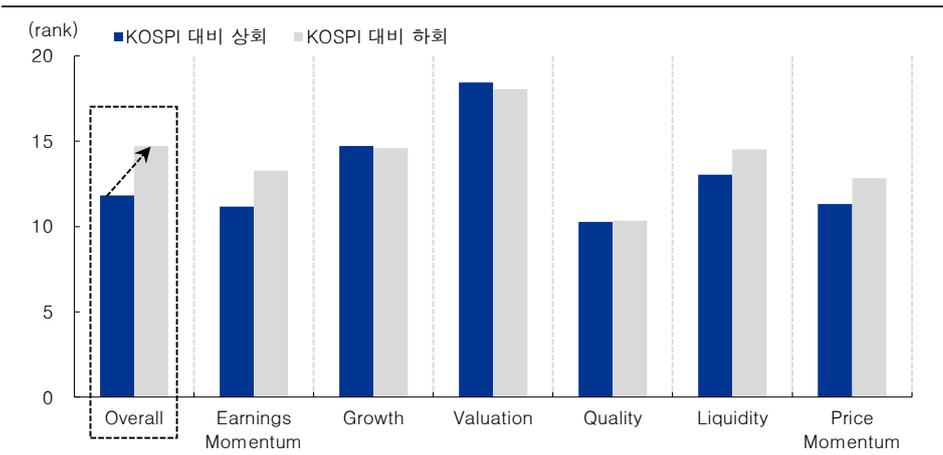
계량분석 관점에서 음식료 업종의 상대 매력도를 이용해 비교하고자 함

필자는 계량분석 관점에서 음식료 업종의 상대적 매력도를 이용해 비교해보고자 했다. 해당 분석은 업종 단위의 팩터 모델을 이용해 전적으로 계량분석 측면에서 비교한 내용으로 기업분석의 내용과는 다를 수 있음을 유의하길 바란다. 분석 방법은 다음과 같다. 업종별로 6가지 분류(Earnings Momentum, Growth, Valuation, Quality, Liquidity, Price Momentum)의 데이터들의 순위를 지표별 가중치에 따라 합산했다. 업종간 상대적인 매력도를 계산하기 위해서는 순위(rank)를 이용하는 것이 효과적이기 때문이다. 해당 모형에 대한 자세한 설명은 다음 장에서 다룰 예정이다. 참고로 사후적으로 계산한 상대 매력도가 아니라 각 시점마다 미래에 예상되는 상대 매력도를 추정하는 것이다.

음식료 업종의 상대적 매력도 변화는 주가 움직임에 유의미한 영향이 있음

분석 결과, 음식료 업종의 상대적 매력도 변화는 주가 움직임에 유의미한 영향이 있음을 확인할 수 있었다. 하단의 그림에 월간 종가기준으로 KOSPI를 상회했던 기간과 하회했던 기간을 구분해 매력도 순위 변화를 표시했다. (매력도가 가장 높은 업종의 순위가 1위로 표시될 수 있도록 오름차순 정렬한 것이다.) 음식료 업종의 수익률이 KOSPI를 상회했던 시기의 상대 매력도가 더 높음을 확인할 수 있다.

그림 80. 음식료 업종 수익률이 KOSPI 수익률을 상(하)회했을 경우의 매력도 순위 변화

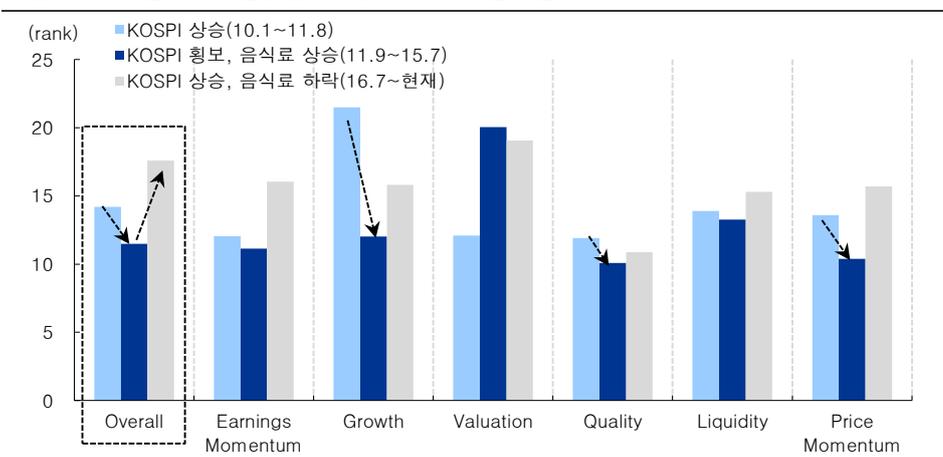


주: 2010년 이후 월간 종가기준으로 계산했고, 해당 월의 지표별 순위의 평균치를 이용해 평가했음  
 자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

국면별로 세분화했을 경우에도 매력도가 변화했음

국면을 조금 더 세분화해서 살펴보자. 앞서 언급했듯이, 2010년 이후 KOSPI와 음식료 업종 지수가 추세적으로 서로 다른 방향으로 움직인 경우가 있었다. 이를 기준으로 3개의 국면으로 구분해 살펴봤다. KOSPI가 상승하던 시기(2010년 1월~2011년 8월), KOSPI는 횡보했으나, 음식료는 상승했던 시기(2011년 9월~2015년 7월), KOSPI가 다시 상승하기 시작했다, 음식료는 하락했던 시기(2016년 7월 이후)로 구분했다. 아래 그림에서 볼 수 있듯이 매력도 순위가 국면에 따라 확연하게 변화하고 있다. 특히 음식료 업종이 대세 상승을 했던 구간에서 성장성과 퀄리티, 주가 모멘텀 지표의 매력도가 크게 높아졌다. 즉, 음식료 업종의 주가 상승 동력은 기업 이익의 성장(Growth)과 이익률(Quality)의 개선이었다.

그림 81. 2010년 이후 국면별 음식료 업종의 매력도 순위 변화



주: 2010년 이후 월간 종가기준으로 계산했고, 해당 월의 지표별 순위의 평균치를 이용해 평가했음  
 자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

표 15. 음식료 업종 수익률이 KOSPI 수익률을 생(하)회했을 경우의 매력도 순위 변화

기초 통계량	KOSPI 대비 상회						
	Overall	Earnings Momentum	Growth	Valuation	Quality	Liquidity	Price Momentum
평균	11.8	11.2	14.7	18.5	10.3	13.0	11.3
중앙값	11	9	14	20	10	12	10
최대값	25	24	26	22	17	25	25
최소값	1	2	4	8	6	3	1
변동계수	0.54	0.55	0.39	0.19	0.21	0.46	0.56
기초 통계량	KOSPI 대비 하회						
	Overall	Earnings Momentum	Growth	Valuation	Quality	Liquidity	Price Momentum
평균	14.7	13.3	14.6	18.1	10.3	14.5	12.8
중앙값	15	14	16	19	11	15	13
최대값	25	23	25	23	13	23	25
최소값	4	3	4	8	6	5	3
변동계수	0.38	0.44	0.42	0.21	0.16	0.33	0.51

자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

표 16. 2010년 이후 국면별 음식료 업종의 매력도 순위 변화

기초 통계량	KOSPI 상승(10.1~11.8)						
	Overall	Earnings Momentum	Growth	Valuation	Quality	Liquidity	Price Momentum
평균	14.2	12.1	21.5	12.1	11.9	13.9	13.6
중앙값	15	13	23	13	12	15	12
최대값	25	22	26	17	17	21	25
최소값	1	3	13	8	9	4	3
변동계수	0.49	0.58	0.18	0.24	0.15	0.39	0.49
기초 통계량	KOSPI 횡보, 음식료 상승(11.9~15.7)						
	Overall	Earnings Momentum	Growth	Valuation	Quality	Liquidity	Price Momentum
평균	11.5	11.1	12.0	20.0	10.1	13.3	10.4
중앙값	11	10	12	20	10	13	10
최대값	25	24	21	23	14	25	25
최소값	2	2	4	14	6	3	2
변동계수	0.51	0.50	0.35	0.07	0.16	0.42	0.54
기초 통계량	KOSPI 상승, 음식료 하락(16.7~현재)						
	Overall	Earnings Momentum	Growth	Valuation	Quality	Liquidity	Price Momentum
평균	17.6	16.1	15.8	19.1	10.9	15.3	15.7
중앙값	18	17	16	19	11	15	16
최대값	25	23	22	21	13	24	25
최소값	9	6	4	18	10	5	3
변동계수	0.25	0.33	0.37	0.04	0.09	0.41	0.38

자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

## 2. 12월 음식료의 상대적 투자 매력도는? 11월 20위(G4) → 12월 11위(G2)

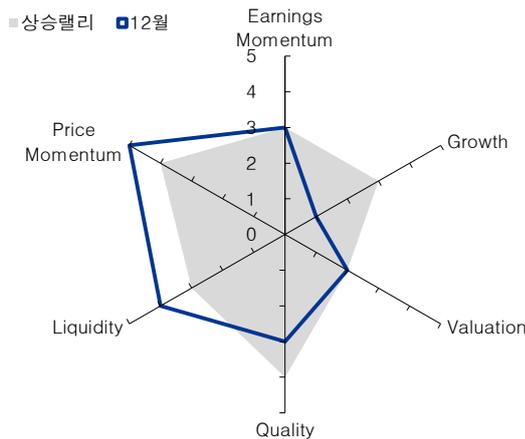
과거 상승 랠리 시기와 비교해서 주가 모멘텀과 수급 매력도 상승, 성장성과 퀄리티 매력도는 하락

하단의 그림에서 확인할 수 있듯이 상승 랠리 시기와 비교해 주가 모멘텀, 수급 관련 지표의 매력도는 증가했다. 반면, 성장성과 퀄리티 지표의 매력도는 하락했다는 점은 부정적이다. 매력도가 다소 하락한 두 지표는 과거 음식료 업종의 랠리가 지속되던 시기에 주가 상승에 있어 생각보다 큰 영향력을 행사했던 지표였기 때문이다.

11월 대비로는 긍정적 변화 보여. 주가 모멘텀과 수급 매력도 상승, 성장성 매력도는 하락

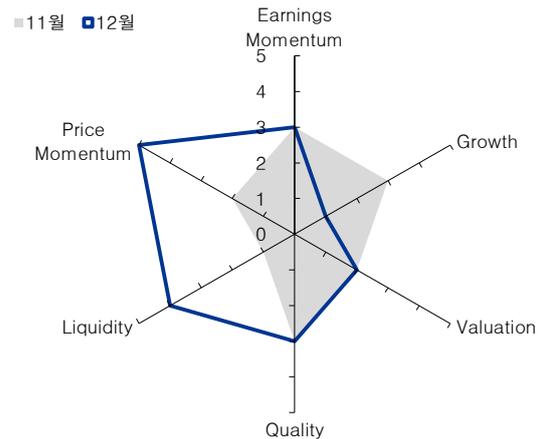
그렇지만 현재의 상황이 아주 부정적인 것만은 아니다. 일단 11월과 비교해 12월의 투자 매력도는 증가했다. 특히 업종 단위의 투자에서는 종목과는 다르게 주가 모멘텀 팩터의 설명력이 상당히 뛰어나다. (종목 단위에서는 낙폭과대와 같은 전략이 유효하다.) 수급과 관련한 지표의 매력도 역시 전월 대비 현저히 증가했다는 점에 주목해야 한다. 전 업종에 걸쳐서 설명력이 높은 지표이기 때문에 긍정적이다. 또한 2017년에 지속된 주도주 랠리에서 업종간 순환매가 빈번하게 일어나고 있다는 점 역시 음식료 업종에 우호적인 상황으로 작용할 것으로 판단된다.

그림 82. 상승 랠리 시기 대비 음식료(필수소비재) 투자 매력도 변화



주: 상승랠리 시기는 2011년 9월~2015년 7월로 해당기간 매력도의 평균치를 이용  
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 83. 전월 대비 음식료(필수소비재) 투자 매력도 변화



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 84. 쿼트 관점에서 바라본 음식료 업종의 예상 주가 경로



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

## II. 퀀트 업종 팩터 모델을 이용한 업종간 상대적 투자 매력도

### 1. 퀀트 업종 팩터 모델 분석 방법론

보다 효과적인 포트폴리오 구성을 위해 어떤 업종의 비중을 높이고 낮춰야 하는지 선택하는 것은 어려운 문제 중 하나다. 기업분석관점에서 접근하는 산업 및 업종분석과 달리 계량적인 접근에서 종목 추출에 사용되는 여러 팩터를 업종 선택에도 적용해보고자 했다. 참고로 해당 방법은 전적으로 계량분석 관점에서 접근한 것으로, 정성적인 산업 전망에만 의존하는 것이 아니라, 계량적인 지표를 통해 보다 체계적이고 직관적으로 판단하기 위한 것이다. 따라서 해당 업종의 분석 담당자와 전망이 다를 수 있음을 유의하길 바란다.

- 1) 분석대상 업종: Wisefn에서 제공하는 WI 26 업종 분류 체계를 사용했다.
- 2) 로데이터: 업종 분석에 사용하기 위한 데이터는 크게 2가지 종류가 있다. 하나는 데이터 제공업체에서 계산한 업종별 Aggregate 데이터를 사용하는 것이다. 나머지 하나는 자체적인 유니버스를 이용해 업종 데이터를 직접 생성하는 것이다. 보다 적절한 분석을 위해 두 가지 방법을 병행해 데이터를 생성했다.
- 3) 분석 팩터: 총 38개 팩터를 사용했고, Earnings Momentum, Growth, Valuation, Quality, Liquidity, Price Momentum의 6개 유형으로 구분했다.
- 4) 시뮬레이션 기간: 2010년 1월부터 2017년 11월까지 총 95개월을 대상으로 했고, 월간 단위로 계산했다.
- 5) 팩터 분위별 포트폴리오 성과 분석: 매월 말 각 팩터의 순위에 따라 5개 그룹으로 나누어서 분석했다. 즉 팩터 데이터 순위가 가장 높은 20%(약 5개 업종)가 1그룹(G1)이 되고, 그 다음 20%가 2그룹(G2)이 된다. 가장 낮은 20%가 5그룹(G5)이 되며, 롱숏 포트폴리오는 1그룹을 매수(Long)하고, 5그룹을 공매도(Short)하는 것을 의미한다.
- 6) 포트폴리오 수익률 계산: 매월 말 구성된 5분위의 개별 그룹과 롱숏 포트폴리오에 대해 동일비중(equal-weighted)으로 투자하는 것을 가정했다. 1개월 단위로 수익률을 평가하고, 매월 말 같은 방식으로 포트폴리오를 리밸런싱 했다.
- 7) 벤치마크: WI 26 업종 전체를 동일비중으로 구성한 포트폴리오와 KOSPI 지수를 사용했다.
- 8) 최종 모델 구성: 최종적인 업종 선택 모델은 개별 지표에 자체적으로 산정한 가중치(세부 가중치는 비공개)로 결합해 합산 순위(rank)를 도출했다. 순위에 따라 5개 그룹으로 나누고 1그룹을 매수(Long)하고, 5그룹을 공매도(Short)하는 롱숏 모델을 구성했다. 문제는 종목 단위에서 유용한 지표와 업종 단위에서 유용한 지표가 서로 다를 수 있다는 점이다. 따라서 개별 지표에 대한 분석을 먼저 시행한 후 이를 최종 모형에 반영하는 단계를 거쳤다는 점이 특징이다.
- 9) 최종 모델 및 개별 팩터의 과거 성과 시뮬레이션을 부록으로 제시했다.

표 17. 분석에 사용한 개별 팩터 목록

유형	팩터	설명
Earnings Momentum	ERR_FY1	당해 연도에 대한 'EPS 전망치 상향 추정치수-하향 추정치수/전체 추정치수'가 높은 업종
	ERR_FY2	다음 연도에 대한 'EPS 전망치 상향 추정치수-하향 추정치수/전체 추정치 수'가 높은 업종
	Sales_12M Fwd_1M Chg	12개월 선행 매출액 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	Sales_FY1_1M Chg	당해 연도에 대한 매출액 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	Sales_FQ1_1M Chg	현재 분기에 대한 매출액 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	OP_12M Fwd_1M Chg	12개월 선행 영업이익의 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	OP_FY1_1M Chg	당해 연도에 대한 영업이익의 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	OP_FQ1_1M Chg	현재 분기에 대한 영업이익의 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	NI_12M Fwd_1M Chg	12개월 선행 순이익의 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	NI_FY1_1M Chg	당해 연도에 대한 순이익의 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	NI_FQ1_1M Chg	현재 분기에 대한 순이익의 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	EPS_12M Fwd_1M Chg	12개월 선행 EPS 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	EPS_FY1_1M Chg	당해 연도에 대한 EPS 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
	EPS_FQ1_1M Chg	현재 분기에 대한 EPS 전망치의 1개월 전 대비 변화율이 높은 업종
Growth	Sales_FY1_YoY_growth	당해 연도에 대한 매출액 전망치의 전년대비 증가율이 높은 업종
	Sales_FQ1_YoY_growth	현재 분기에 대한 매출액 전망치의 전년동기 대비 증가율이 높은 업종
	Sales_FQ1_QoQ_growth	현재 분기에 대한 매출액 전망치의 전분기 대비 증가율이 높은 업종
	OP_FY1_YoY_growth	당해 연도에 대한 영업이익의 전망치의 전년대비 증가율이 높은 업종
	OP_FQ1_YoY_growth	현재 분기에 대한 영업이익의 전망치의 전년동기 대비 증가율이 높은 업종
	OP_FQ1_QoQ_growth	현재 분기에 대한 영업이익의 전망치의 전분기 대비 증가율이 높은 업종
	NI_FY1_YoY_growth	당해 연도에 대한 순이익의 전망치의 전년대비 증가율이 높은 업종
	NI_FQ1_YoY_growth	현재 분기에 대한 순이익의 전망치의 전년동기 대비 증가율이 높은 업종
	NI_FQ1_QoQ_growth	현재 분기에 대한 순이익의 전망치의 전분기 대비 증가율이 높은 업종
	EPS_12M Fwd_growth	12개월 선행 EPS 전망치 증가율이 높은 업종
	EPS_FY1_YoY_growth	당해 연도에 대한 EPS 전망치의 전년대비 증가율이 높은 업종
	EPS_FQ1_YoY_growth	현재 분기에 대한 EPS 전망치의 전년동기 대비 증가율이 높은 업종
	EPS_FQ1_QoQ_growth	현재 분기에 대한 EPS 전망치의 전분기 대비 증가율이 높은 업종
Valuation	PER_12M Fwd	12개월 선행 PER이 낮은 업종
	PBR_12M Fwd	12개월 선행 PBR이 낮은 업종
	배당수익률_FY1	당해 연도의 예상 현금 배당수익률이 높은 업종
Quality	OPM_FY1	당해 연도의 영업이익률 전망치가 높은 업종
	NPM_FY1	당해 연도의 순이익률 전망치가 높은 업종
	ROE_12M Fwd	12개월 선행 ROE 전망치가 높은 업종
	배당성장_3Y	과거 3년 평균 현금 배당성장률이 높은 업종
Liquidity	기관, 외국인 순매수/시총_5일	최근 5일 '기관, 외국인 합산 기준 누적 순매수/시가총액'이 높은 업종
	기관, 외국인 순매수/시총_20일	최근 20일 '기관, 외국인 합산 기준 누적 순매수/시가총액'이 높은 업종
Price Momentum	수익률_1M	최근 1개월 주가 상승률이 높은 업종
	수익률_3M	최근 3개월 주가 상승률이 높은 업종

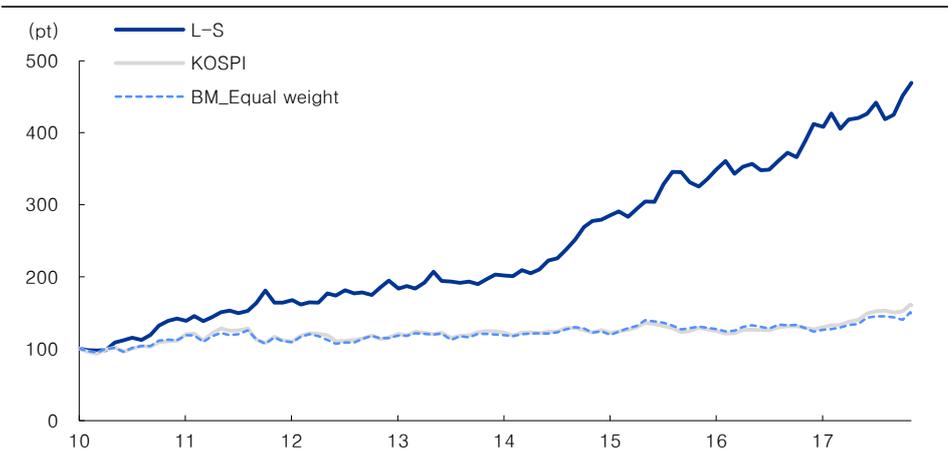
자료: IBK투자증권 리서치센터

## 2. 최종 모형의 시뮬레이션 성과 분석

2010년 1월 이후 시뮬레이션 결과는 상당히 우수했다. 2010년 1월에 100을 투자한다고 가정했을 경우 누적 성과는 469.2pt를 기록 중이다. IC(Information Coefficient) 지표 역시 높은 수치를 기록했기 때문에 해당 모형의 설명력은 우수하다고 판단된다. 전 구간에 걸친 롱숏 포트폴리오의 IC(Information Coefficient)는 11.8%에 달한다. 또한 시장 국면(월간 KOSPI 수익률 2%를 기준으로 상승장, 보합장, 하락장으로 구분)에 관계 없이 최소 7% 이상의 IC를 기록했다.

IR(Information Ratio) 측면에서도 우수했다. 이는 초과수익을 내기 위해 감수한 위험 대비 실제 초과성과가 얼마나 큰지를 나타내는 데, 해당 모형은 전기간에 걸쳐 IR이 1.6으로 우수하다. 특히 하락장에서의 IR이 2.4를 기록하며 상당히 안정적인 모습을 보여주고 있다.

그림 85. 최종 모형으로 구성된 롱숏 포트폴리오 월간 누적 수익률: 2010년 1월 이후

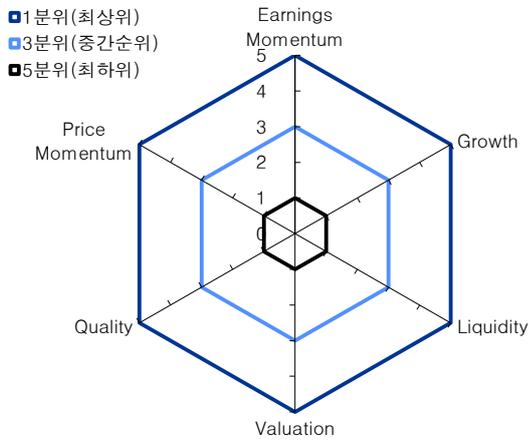


자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

### 3. 12월 업종간 상대적 투자 매력도

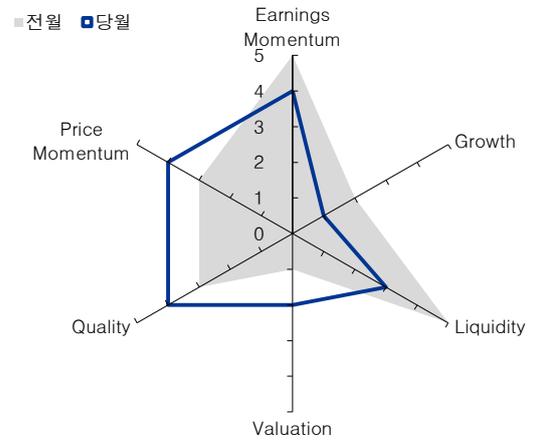
해당 내용은 위의 모델을 이용해 각 지표의 순위를 5분위로 그룹화한 것으로 각 업종의 현재 상황과 업종간의 상대적인 투자 매력도를 파악하기 위한 것이다. 또한 지난 달과 비교해 이번 달에 각 항목이 어떻게 변화했는지를 통해 해당 업종에 대한 투자 비중 결정에 활용하고자 하는 것이 목적이다. 차트를 해석하는 방법은 하단에 제시했다. 또한 업종간 상대적 투자 매력도 계산 결과와 지표에 대한 해석은 당사 리서치센터 투자전략팀으로 문의할 경우 제공할 계획이다.

그림 86. 지표별 투자 매력도 5분위의 의미



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

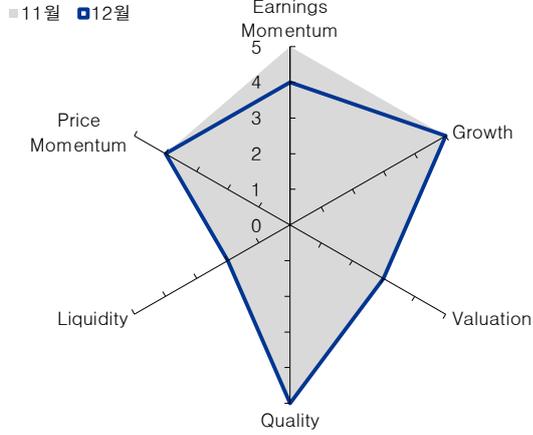
그림 87. 전월 대비 지표별 투자 매력도 변화를 표시함



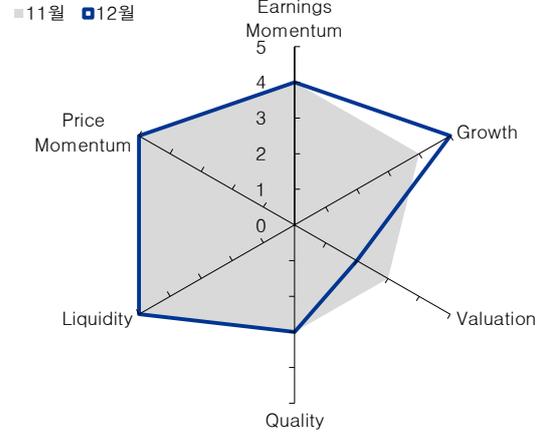
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 88. 업종간 상대적 투자 매력도

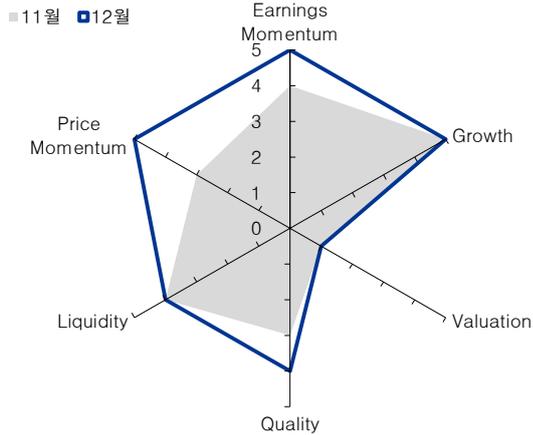
반도체



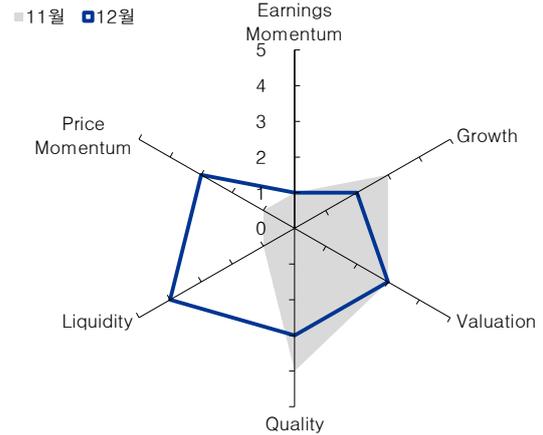
IT가전



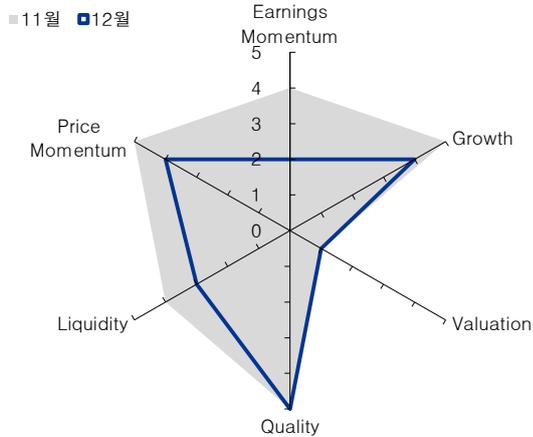
IT하드웨어



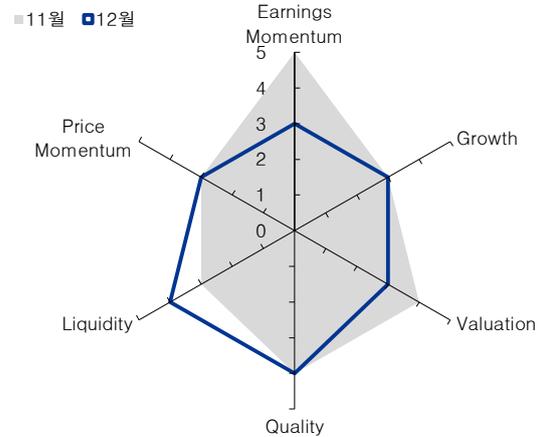
디스플레이



소프트웨어



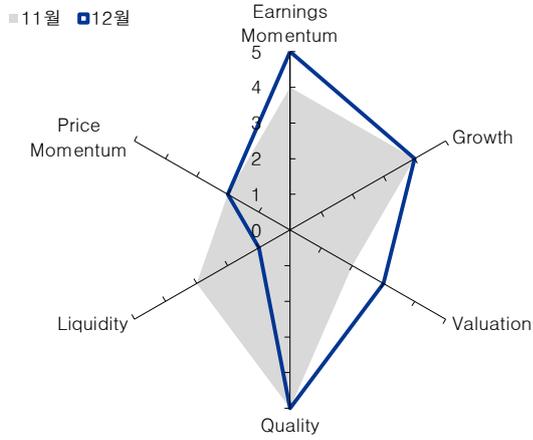
화학



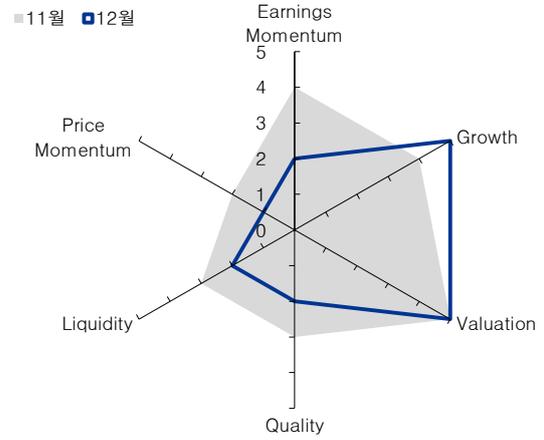
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 89. 업종간 상대적 투자 매력도

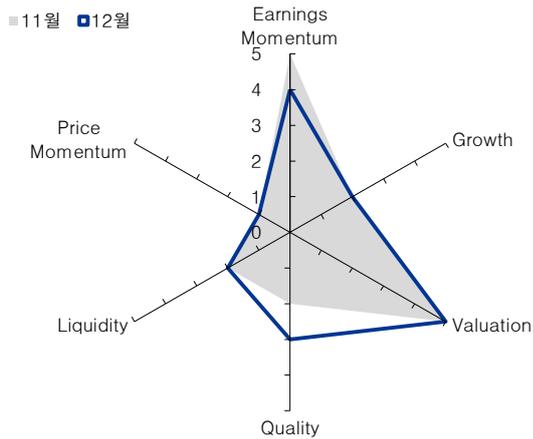
비철, 목재 등



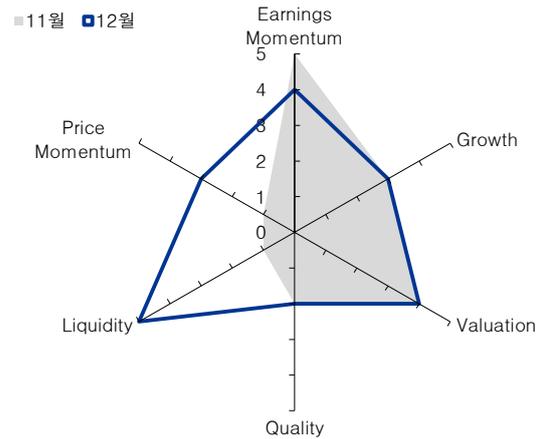
철강



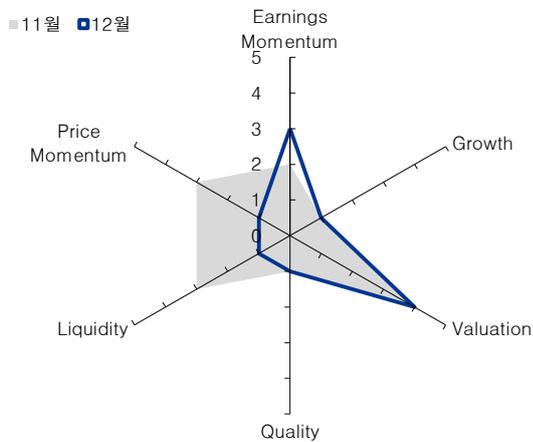
은행



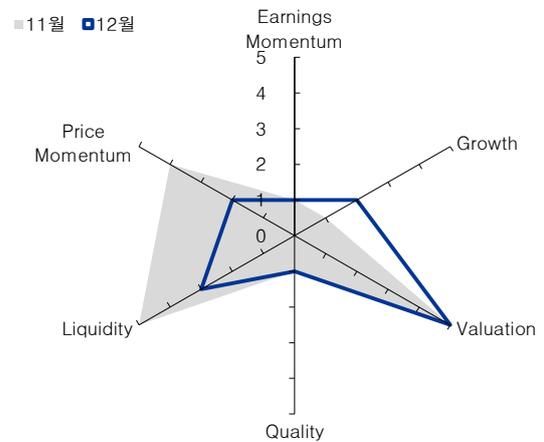
증권



보험



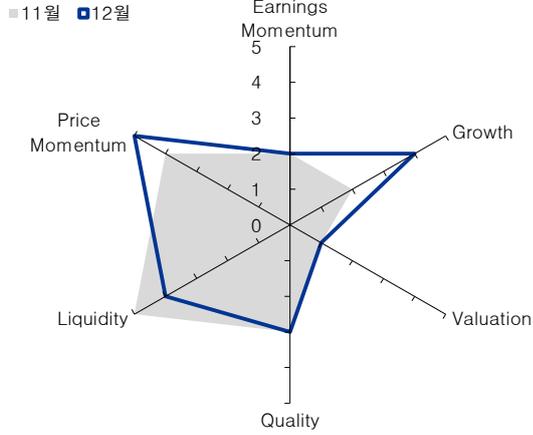
자동차



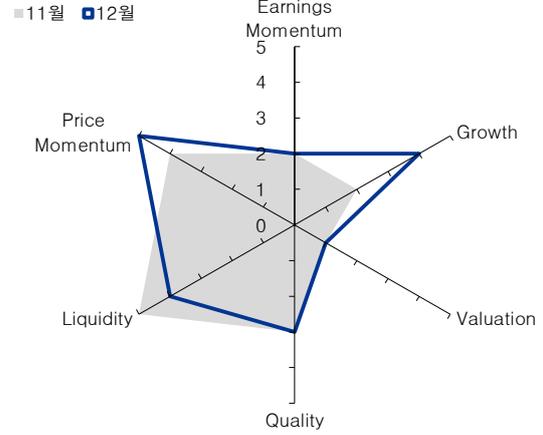
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 90. 업종간 상대적 투자 매력도

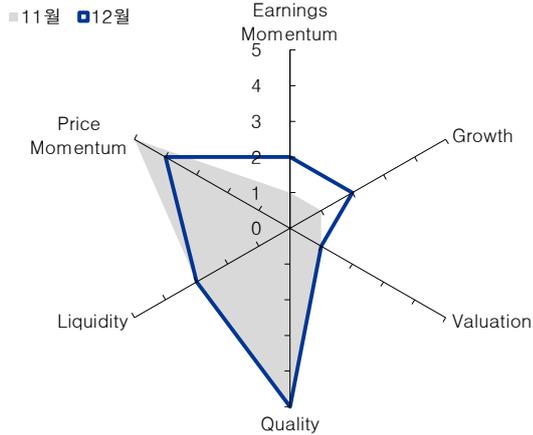
미디어, 교육 등



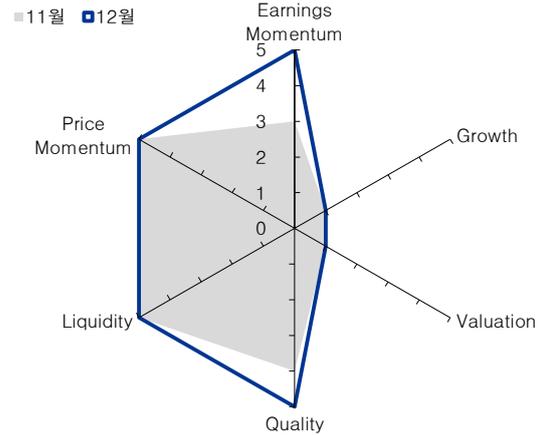
소매(유통)



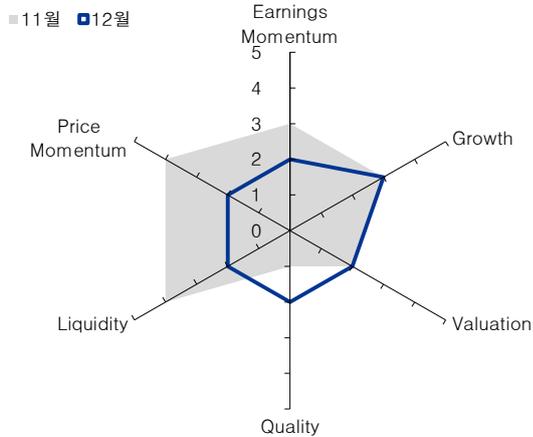
화장품, 의류, 완구



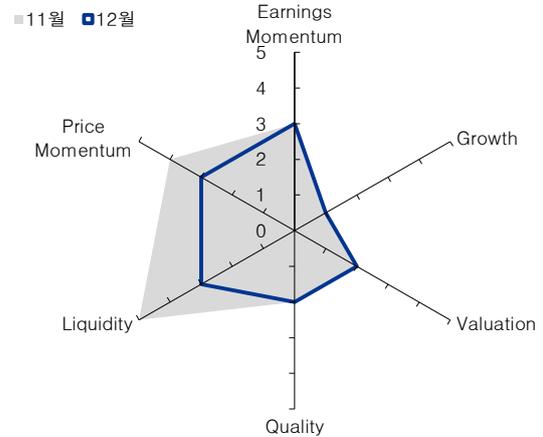
호텔, 레저서비스



상사, 자본재



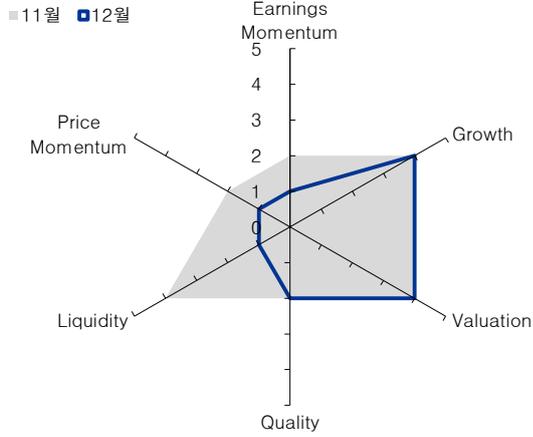
조선



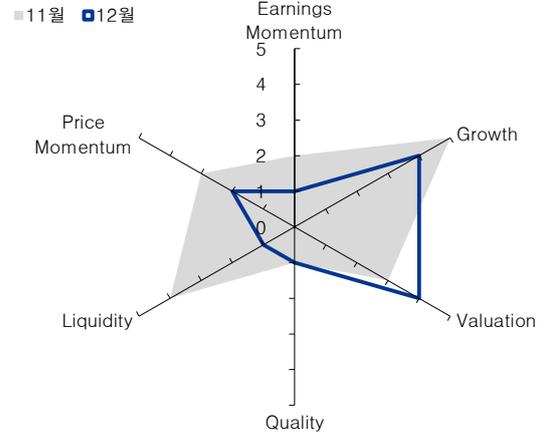
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 91. 업종간 상대적 투자 매력도

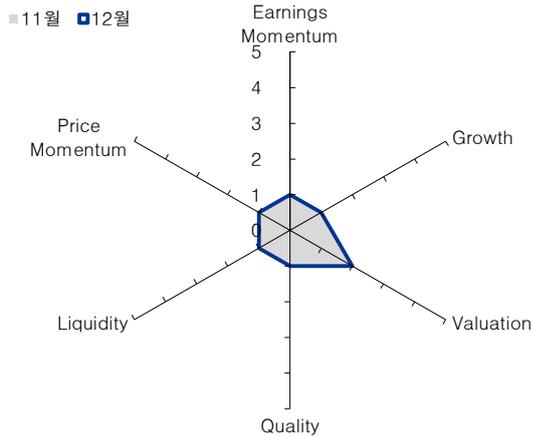
건설, 건축관련



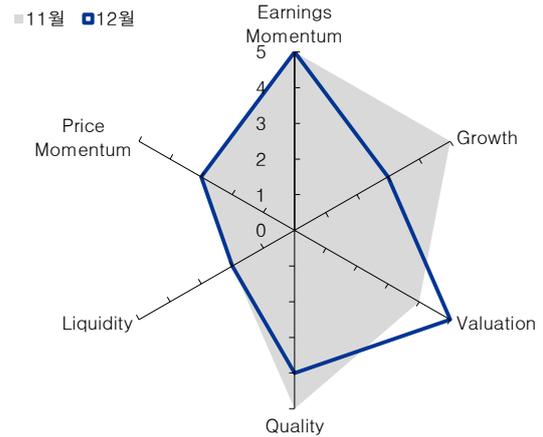
기계



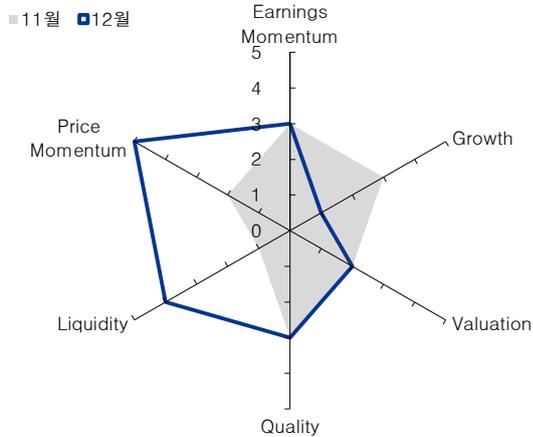
운송



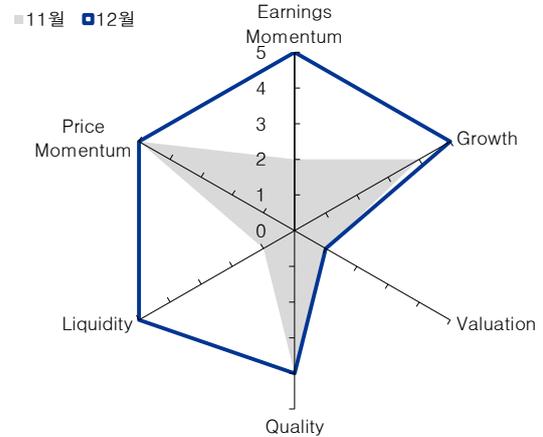
에너지



필수소비재(음식료)



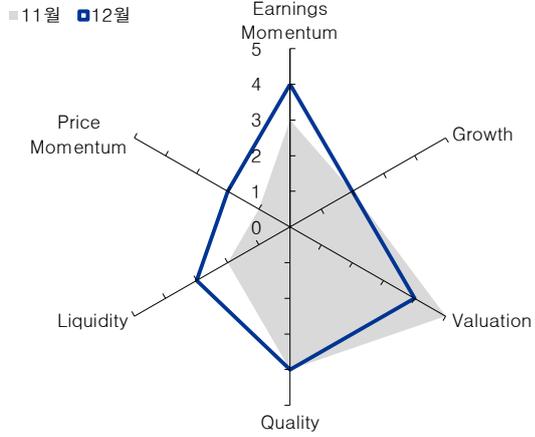
건강관리



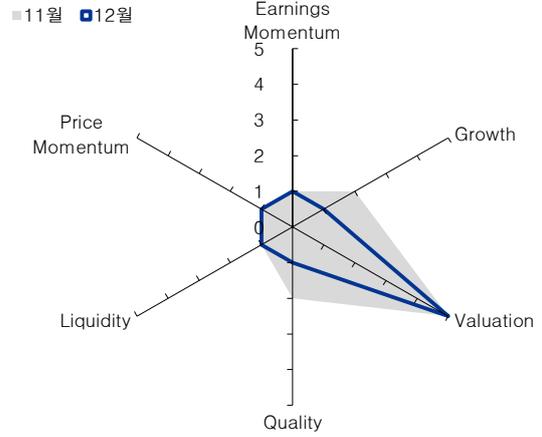
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 92. 업종간 상대적 투자 매력도

통신서비스



유틸리티



자료: Wisedfn, IBK투자증권 리서치센터

### 4. 퀀트 업종 팩터 모델 및 주요 개별 지표(팩터)의 과거 성과 시뮬레이션

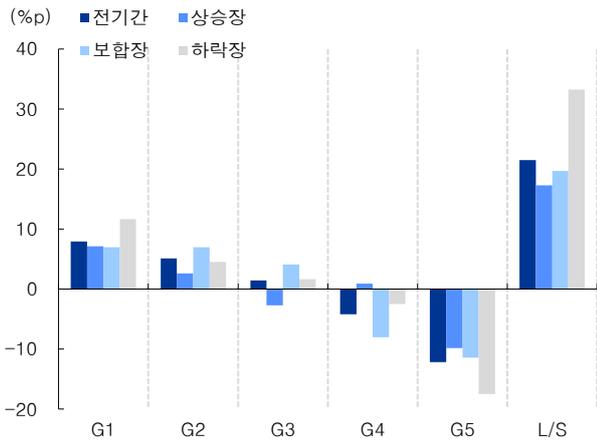
퀀트 업종 팩터 모델(최종 버전) 주요 개별 지표들의 성과를 반영해 최종 가중치를 부여

표 18. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	11.8	7.7	12.2	13.9	100.0	85.8	99.8	98.6	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	1.0	0.9	0.8	1.5	7.9	7.1	6.9	11.6	61.1	60.0	56.5	73.7
G2	0.7	0.4	1.0	0.5	5.1	2.6	7.0	4.5	60.0	56.7	65.2	52.6
G3	0.2	-0.5	0.5	0.2	1.4	-2.7	4.1	1.6	50.5	46.7	56.5	42.1
G4	-0.7	0.2	-1.3	-0.4	-4.2	0.9	-8.0	-2.5	36.8	43.3	30.4	42.1
G5	-1.5	-1.1	-1.6	-1.8	-12.2	-9.9	-11.4	-17.5	30.5	36.7	26.1	31.6
L/S	1.6	1.2	1.5	2.4	21.5	17.3	19.7	33.2	64.2	63.3	67.4	57.9

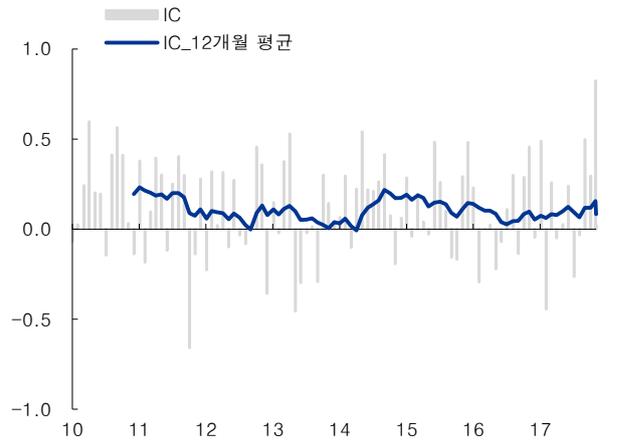
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 93. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 94. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 95. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 96. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

Earnings Momentum

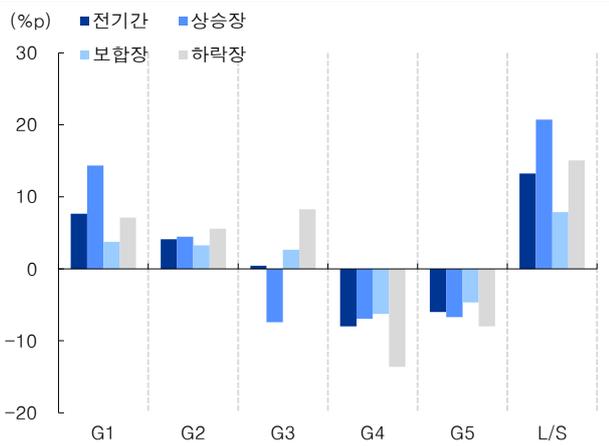
이익 모멘텀과 관련한 주요 개별 팩터를 동일 기준으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 19. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	8.3	10.3	6.5	8.5	99.8	94.8	91.6	88.3	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	1.0	1.7	0.5	1.0	7.7	14.3	3.8	7.1	61.1	63.3	60.9	57.9
G2	0.6	0.6	0.5	0.9	4.1	4.4	3.3	5.6	58.9	56.7	56.5	68.4
G3	0.1	-0.9	0.4	1.5	0.4	-7.4	2.6	8.3	52.6	40.0	54.3	68.4
G4	-1.3	-1.2	-1.0	-2.2	-8.0	-6.9	-6.3	-13.6	35.8	40.0	34.8	31.6
G5	-0.7	-0.7	-0.6	-0.9	-6.0	-6.7	-4.7	-8.0	41.1	46.7	37.0	42.1
L/S	0.9	1.2	0.6	1.1	13.2	20.7	7.9	15.1	63.2	60.0	65.2	63.2

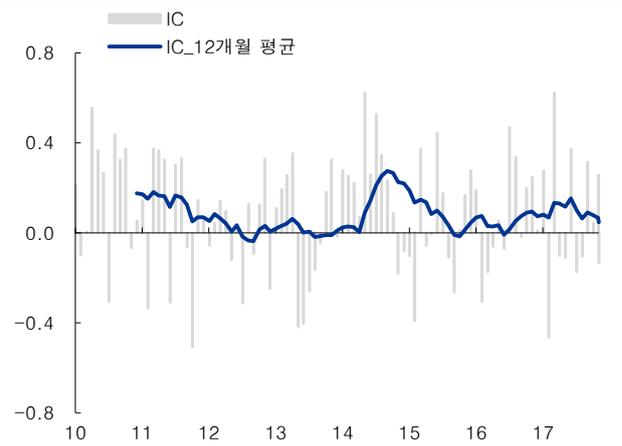
자료: Wisedfn, IBK투자증권 리서치센터

그림 97. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisedfn, IBK투자증권 리서치센터

그림 98. IC 추이\_월별



자료: Wisedfn, IBK투자증권 리서치센터

그림 99. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisedfn, IBK투자증권 리서치센터

그림 100. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisedfn, IBK투자증권 리서치센터

Growth

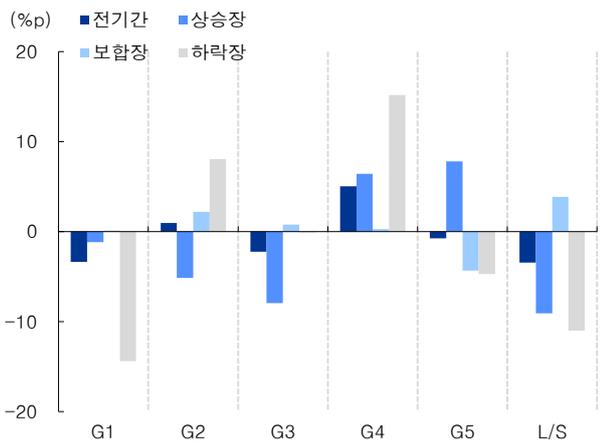
성장성과 관련한 주요 개별 팩터를 동일 가중으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 20. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	-1.8	-3.8	1.3	-7.1	55.5	61.1	30.2	79.9	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익확률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	-0.5	-0.2	0.0	-2.4	-3.4	-1.2	0.1	-14.4	44.2	53.3	50.0	15.8
G2	0.1	-0.7	0.3	1.1	0.9	-5.1	2.2	8.0	50.5	36.7	54.3	63.2
G3	-0.3	-1.1	0.1	0.0	-2.2	-7.9	0.8	-0.1	44.2	40.0	45.7	47.4
G4	0.6	0.7	0.0	2.2	5.0	6.4	0.3	15.2	56.8	60.0	50.0	68.4
G5	-0.1	0.9	-0.6	-0.6	-0.7	7.8	-4.3	-4.7	52.6	63.3	47.8	47.4
L/S	-0.3	-0.8	0.3	-0.8	-3.4	-9.1	3.9	-11.0	44.2	43.3	47.8	36.8

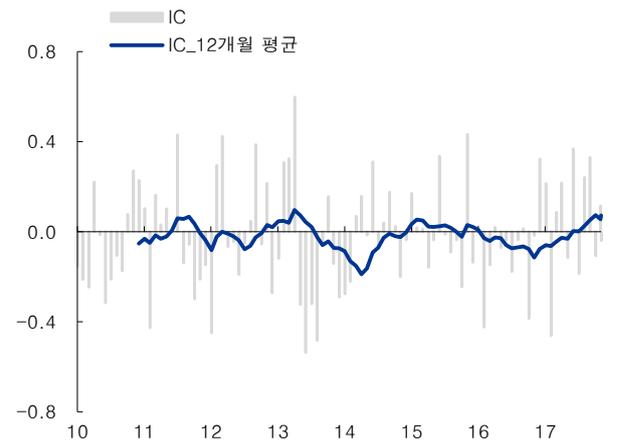
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 101. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 102. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 103. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 104. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

Valuation

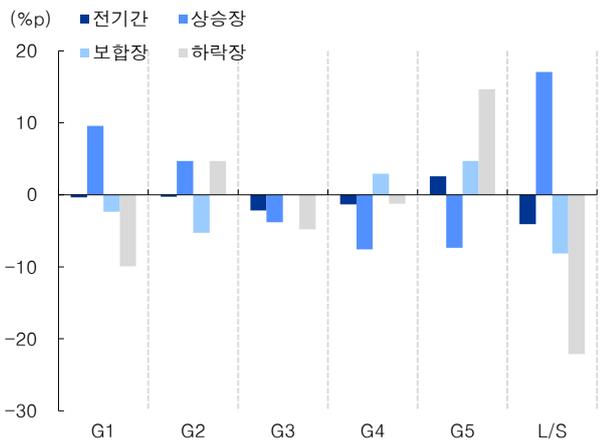
벨류에이션과 관련한 주요 개별 팩터를 동일 가중으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 21. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
		-3.3	8.0	-6.2	-11.1	72.0	84.4	82.4	98.8	95	30	46
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	G1	0.0	1.0	-0.3	-1.6	-0.3	9.6	-2.3	-9.9	45.3	56.7	39.1
G2	0.0	0.9	-0.8	0.8	-0.2	4.7	-5.2	4.7	54.7	66.7	43.5	63.2
G3	-0.3	-0.5	0.0	-0.6	-2.2	-3.8	0.0	-4.8	49.5	46.7	56.5	36.8
G4	-0.2	-0.9	0.4	-0.1	-1.3	-7.6	2.9	-1.2	48.4	43.3	50.0	52.6
G5	0.3	-1.0	0.4	1.9	2.6	-7.3	4.7	14.7	53.7	33.3	60.9	68.4
L/S	-0.3	1.1	-0.5	-2.2	-4.1	17.1	-8.1	-22.1	44.2	60.0	39.1	31.6

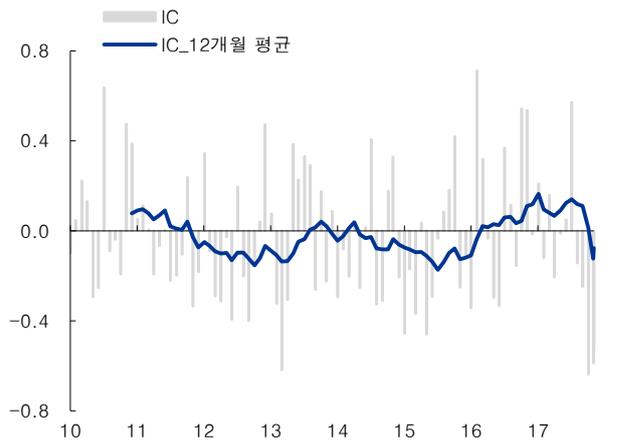
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 105. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 106. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 107. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 108. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

Quality

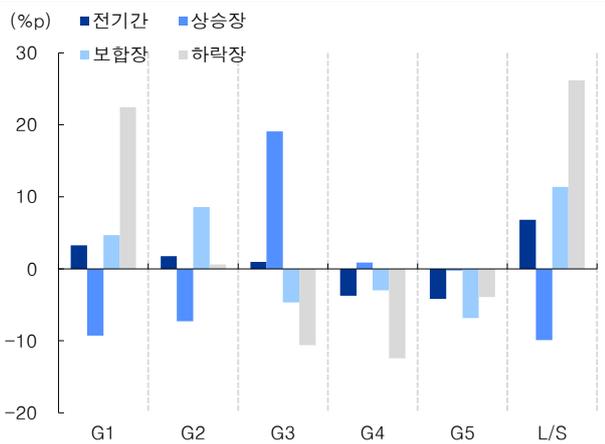
퀄리티와 관련한 주요 개별 팩터를 동일 기준으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 22. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	4.6	-8.4	7.8	16.0	90.5	91.5	95.2	99.6	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익확률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	0.4	-1.4	0.6	3.4	3.3	-9.3	4.7	22.5	53.7	30.0	56.5	84.2
G2	0.2	-0.9	1.2	0.1	1.8	-7.3	8.6	0.6	50.5	40.0	60.9	42.1
G3	0.1	2.3	-0.7	-1.6	1.0	19.1	-4.7	-10.6	48.4	66.7	47.8	21.1
G4	-0.5	0.1	-0.4	-1.8	-3.8	0.9	-3.0	-12.4	44.2	56.7	39.1	36.8
G5	-0.5	0.0	-0.9	-0.5	-4.2	-0.2	-6.8	-3.9	45.3	46.7	43.5	47.4
L/S	0.5	-0.8	0.9	2.0	6.8	-9.9	11.4	26.2	60.0	46.7	63.0	73.7

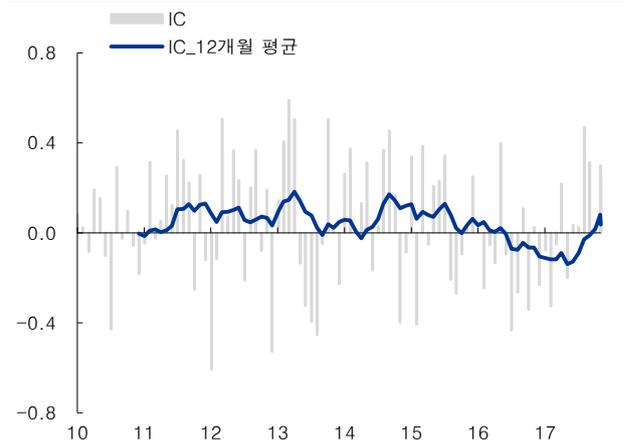
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 109. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 110. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 111. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 112. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

Liquidity

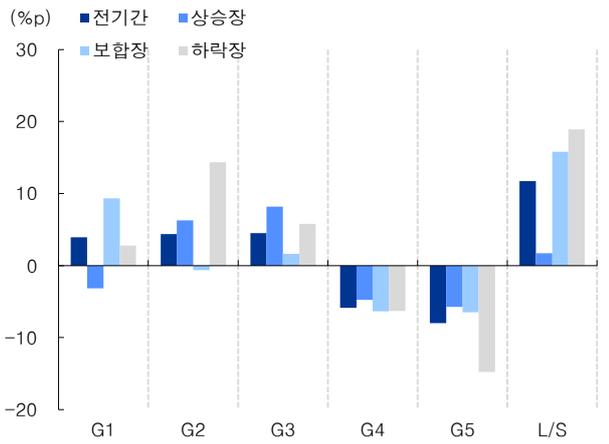
수급과 관련한 주요 개별 팩터를 동일 가중으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 23. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	9.4	3.6	10.0	13.3	100.0	56.2	99.5	99.3	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익확률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	0.6	-0.5	1.5	0.4	3.9	-3.1	9.3	2.8	61.1	43.3	71.7	63.2
G2	0.6	0.8	-0.1	1.9	4.4	6.3	-0.6	14.3	53.7	56.7	45.7	68.4
G3	0.6	1.1	0.2	0.9	4.5	8.2	1.7	5.8	57.9	53.3	60.9	57.9
G4	-0.7	-0.5	-0.8	-0.8	-5.8	-4.8	-6.4	-6.3	43.2	46.7	41.3	42.1
G5	-0.9	-0.6	-0.7	-1.4	-8.0	-5.7	-6.5	-14.8	35.8	43.3	34.8	26.3
L/S	0.9	0.1	1.3	1.4	11.7	1.7	15.8	18.9	61.1	50.0	65.2	68.4

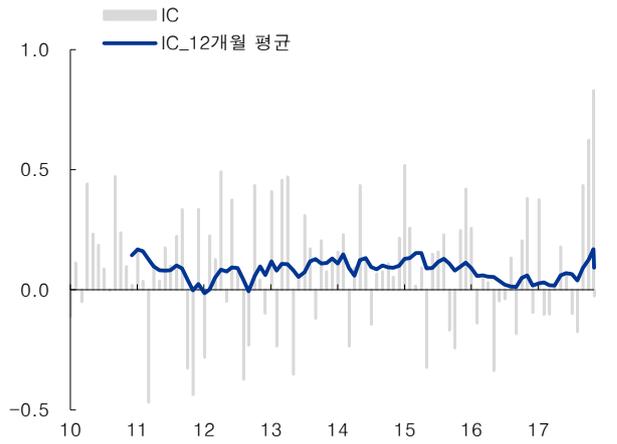
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 113. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 114. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 115. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 116. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

Price Momentum

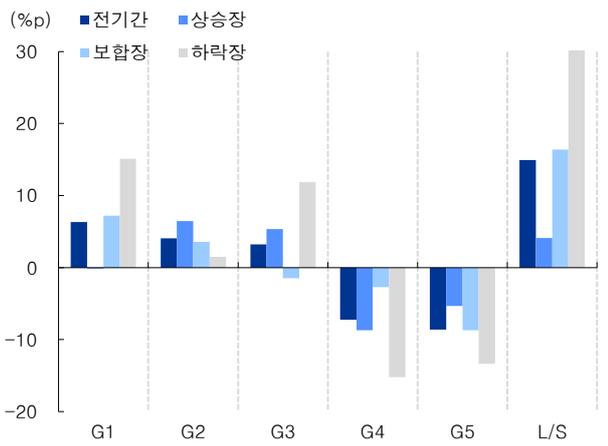
주가 모멘텀과 관련한 주요 개별 팩터를 동일 가중으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 24. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	9.5	4.2	8.4	16.0	99.9	58.1	97.0	98.6	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	0.8	0.0	1.0	1.8	6.3	-0.1	7.2	15.1	61.1	50.0	65.2	68.4
G2	0.6	0.9	0.5	0.2	4.1	6.4	3.6	1.5	55.8	63.3	56.5	42.1
G3	0.4	0.8	-0.3	1.1	3.2	5.4	-1.5	11.9	52.6	53.3	52.2	52.6
G4	-1.0	-1.1	-0.4	-2.7	-7.2	-8.7	-2.7	-15.2	37.9	36.7	47.8	15.8
G5	-1.0	-0.5	-1.2	-1.2	-8.6	-5.3	-8.7	-13.4	40.0	43.3	34.8	47.4
L/S	1.0	0.3	1.3	1.8	14.9	4.1	16.4	30.3	60.0	50.0	63.0	68.4

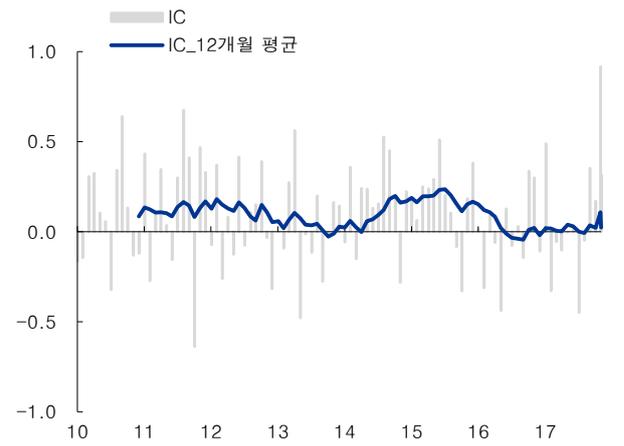
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 117. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 118. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 119. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 120. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

Price Momentum(Reverse)

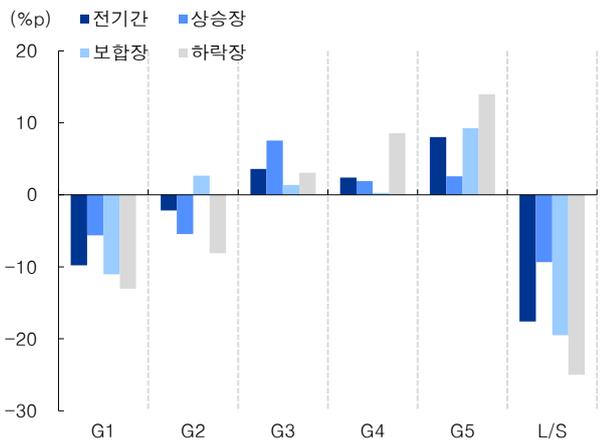
주가의 역(-) 가격 모멘텀과 관련한 주요 개별 팩터를 동일 가중으로 결합해서 성과를 비교 분석함

표 25. 팩터 성과 요약

	IC(%)				IC_신뢰수준(%)				개월수			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
	-9.6	-4.3	-8.6	-16.1	99.9	59.3	97.4	98.8	95	30	46	19
	IR_연율화				초과수익률_연율화(%)				초과수익률(Hit ratio, %)			
	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장	전기간	상승장	보합장	하락장
G1	-1.3	-0.8	-1.7	-1.3	-9.8	-5.6	-11.0	-13.0	40.0	40.0	37.0	47.4
G2	-0.3	-0.8	0.4	-1.1	-2.2	-5.5	2.7	-8.1	46.3	40.0	56.5	31.6
G3	0.5	1.0	0.2	0.4	3.6	7.5	1.4	3.0	61.1	70.0	54.3	63.2
G4	0.3	0.3	0.0	1.0	2.4	1.9	0.3	8.6	45.3	43.3	43.5	52.6
G5	0.9	0.3	1.1	1.5	8.0	2.6	9.3	14.0	62.1	56.7	63.0	68.4
L/S	-1.2	-0.6	-1.5	-1.5	-17.6	-9.3	-19.5	-25.0	35.8	46.7	28.3	36.8

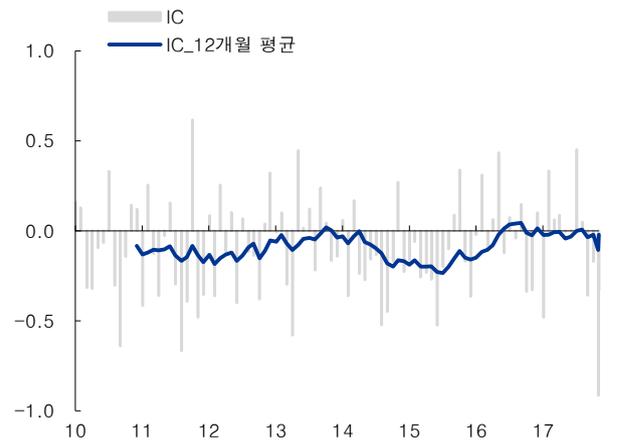
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 121. 그룹별 연평균 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 122. IC 추이\_월별



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 123. Long Only 포트폴리오 성과\_월별 초과수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 124. Long Short 포트폴리오 성과\_월별 절대수익률



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터



## Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
CJ제일제당 (097950)	매수(유지)	520,000원
오뚜기 (007310)	매수(유지)	1,000,000원
하이트진로 (000080)	매수(유지)	32,000원
KT&G (033780)	매수(유지)	140,000원

## 매수 (유지)

목표주가	520,000원
현재가 (11/29)	404,000원
KOSPI (11/29)	2,512.90pt
시가총액	5,549십억원
발행주식수	14,496천주
액면가	5,000원
52주 최고가	416,000원
최저가	335,000원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	27.6%
배당수익률 (2017F)	0.7%
주주구성	
CJ 외 6 인	37.79%
국민연금	13.48%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	10% -1% -17%
절대기준	10% 6% 6%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	520,000	520,000	-
EPS(17)	23,550	23,550	-
EPS(18)	30,643	30,643	-

CJ제일제당 상대주가 (%)



## CJ제일제당 (097950)

### 2018년, 업종 지수 반등은 내가 이끈다

#### 내년 영업이익이 올해 대비 37.6% 증가해 1조원 돌파할 듯

2018년 연결 매출액과 영업이익이 각각 18조 6,129억원(+12.8% yoy), 1조 1,623억원(+37.6% yoy)으로 추정된다. 물류부문 실적을 제외한 내년 매출액은 11조 2,284억원(+12.7% yoy), 영업이익은 8,607억원(+41.9% yoy)이 될 것으로 예상된다.

#### 식품 사업부문, 전사 외형 견인 뿐 아니라 수익성도 책임져

식품부문의 2018년 매출액과 영업이익이 각각 6조 2098억원(+16.2% yoy), 5,302억원(43.1% yoy)로 전망된다. 소재부문에서 셀렉타 편입 및 투입원가 하락 효과로 수익성이 개선되고, 가공식품부문에서도 가정간편식(HMR) 등 국내의 가공식품 판매량이 늘면서 원가 효율이 개선되고 인지도 상승에 따른 마케팅 비용이 감소하는 등 규모의 경제 효과로 수익성 개선세가 뚜렷할 것으로 기대된다.

바이오 부문은 핵산과 트립토판이 수익성을 견인하는 가운데, 최근 발린과 알지닌 등 신규 아미노산의 이익 기여가 확대되고 있어 포트폴리오 다각화에 따른 안정적인 실적이 이어질 전망이다. 생물자원부문도 판가 인상(17년 9월) 효과가 4분기부터 본격화되면서 내년 실적 정상화가 기대된다. CJ헬스케어 매각 이후 유입된 자금은 차입금 상환에 따른 재무구조 개선 및 투자 자금으로 활용될 것으로 예상된다.

#### 2018년, 식품업계 대장의 위엄을 여실히 보여줄 것으로 기대

투자의견 ‘매수’, 목표주가 520,000원, 업종 내 탑픽을 유지한다. 내년 전 사업부문에서 실적 개선이 이뤄질 것으로 예상된다. 특히 식품부문의 마진율 향상이 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 전망이다. 현 주가는 내년 예상 PER 13.2배에 불과해 밸류에이션 매력이크 높다고 판단된다.

(단위:십억원배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,508	18,613	20,672
영업이익	751	844	845	1,162	1,311
세전이익	365	528	626	807	996
지배주주순이익	189	276	341	444	560
EPS(원)	13,073	19,044	23,550	30,643	38,657
증가율(%)	105.3	45.7	23.7	30.1	26.2
영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	6.2	6.3
순이익률(%)	2.0	2.4	2.6	3.0	3.4
ROE(%)	6.2	8.4	9.3	10.7	12.1
PER	28.9	18.8	17.2	13.2	10.5
PBR	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.2	9.8	8.9	7.1	6.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

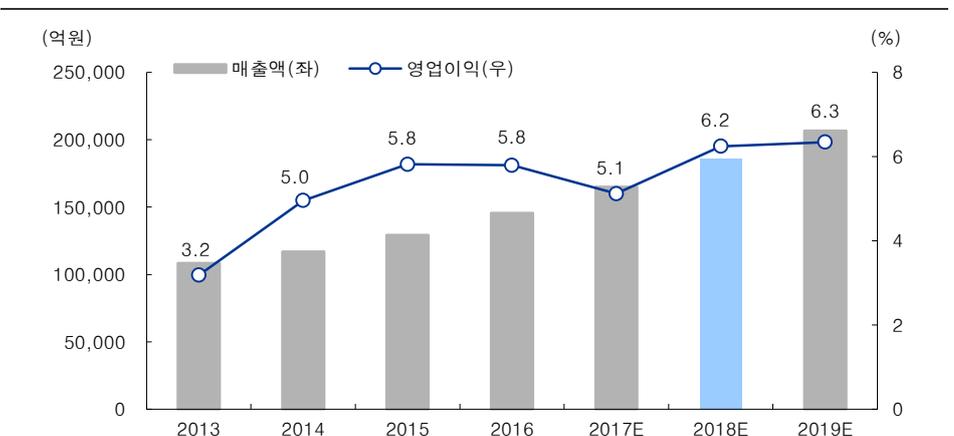
표 26. CJ제일제당 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>3,534.0</b>	<b>3,609.6</b>	<b>3,679.1</b>	<b>3,740.6</b>	<b>3,866.5</b>	<b>3,908.9</b>	<b>4,410.7</b>	<b>4,321.8</b>	<b>4,501.6</b>	<b>4,518.8</b>	<b>4,847.6</b>	<b>4,745.0</b>	<b>14,563.3</b>	<b>16,507.9</b>	<b>18,612.9</b>
식품	1,159.8	1,103.5	1,243.9	1,105.3	1,323.8	1,181.5	1,501.6	1,337.8	1,577.2	1,413.1	1,730.8	1,488.7	4,612.5	5,344.7	6,209.8
바이오	428.2	455.8	456.0	461.6	452.3	469.2	510.9	502.2	492.1	514.2	563.5	543.4	1,801.6	1,934.6	2,113.3
헬스케어	117.7	125.5	129.9	141.2	123.0	131.7	135.3	148.8	130.5	141.2	146.8	163.1	514.3	538.8	581.6
생물자원	489.2	521.4	478.6	523.7	500.4	544.6	526.8	575.0	543.4	594.7	559.5	626.2	2,012.9	2,146.8	2,323.8
물류	1,339.1	1,403.4	1,370.7	1,508.8	1,467.0	1,581.9	1,736.1	1,758.0	1,758.3	1,855.6	1,847.0	1,923.6	5,622.0	6,543.0	7,384.5
<b>매출액 yoy</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>19.9%</b>	<b>15.5%</b>	<b>16.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>9.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12.8%</b>
식품	10.6%	11.1%	8.0%	15.5%	14.1%	7.1%	20.7%	21.0%	19.1%	19.6%	15.3%	11.3%	11.1%	15.9%	16.2%
바이오	6.6%	5.1%	-1.8%	4.9%	5.6%	2.9%	12.0%	8.8%	8.8%	9.6%	10.3%	8.2%	3.6%	7.4%	9.2%
헬스케어	11.1%	11.1%	16.6%	11.7%	4.5%	4.9%	4.2%	5.4%	6.1%	7.2%	8.5%	9.6%	12.6%	4.8%	7.9%
생물자원	10.4%	22.1%	6.4%	7.9%	2.3%	4.4%	10.1%	9.8%	8.6%	9.2%	6.2%	8.9%	11.5%	6.7%	8.2%
물류	19.5%	17.2%	15.3%	19.3%	9.6%	12.7%	26.7%	16.5%	19.9%	17.3%	6.4%	9.4%	17.8%	16.4%	12.9%
<b>영업이익</b>	<b>232.8</b>	<b>210.6</b>	<b>243.3</b>	<b>156.9</b>	<b>192.5</b>	<b>164.4</b>	<b>269.3</b>	<b>218.4</b>	<b>274.1</b>	<b>262.4</b>	<b>365.5</b>	<b>260.3</b>	<b>843.6</b>	<b>844.6</b>	<b>1,162.3</b>
식품	118.1	84.4	114.3	35.1	87.0	54.2	149.7	79.5	135.4	108.4	195.1	91.2	351.9	370.4	530.2
바이오	31.4	29.8	39.8	41.0	37.8	32.9	42.1	44.2	43.3	38.1	49.6	47.8	142.0	157.0	178.8
헬스케어	18.4	17.1	13.9	18.5	18.1	17.9	19.6	23.2	19.6	19.8	20.0	26.6	67.9	78.8	85.9
생물자원	15.1	20.8	18.1	8.7	1.3	-0.9	-1.2	1.2	12.5	23.8	19.6	10.0	62.7	0.4	65.8
물류	49.8	58.5	57.2	53.6	48.3	60.3	59.1	70.3	63.3	72.4	81.3	84.6	219.1	238.0	301.6
<b>영업이익 yoy</b>	<b>3.3%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.3%</b>	<b>40.3%</b>	<b>-17.3%</b>	<b>-21.9%</b>	<b>10.7%</b>	<b>39.2%</b>	<b>42.4%</b>	<b>59.6%</b>	<b>35.7%</b>	<b>19.2%</b>	<b>12.3%</b>	<b>0.1%</b>	<b>37.6%</b>
식품	6.6%	6.3%	-13.3%	33.0%	-26.3%	-35.8%	31.0%	126.6%	55.7%	100.1%	30.3%	14.7%	1.0%	5.3%	43.1%
바이오	-37.7%	-37.5%	70.8%	135.6%	20.4%	10.4%	5.8%	7.8%	14.6%	15.7%	17.8%	8.2%	2.3%	10.6%	13.9%
헬스케어	52.1%	36.8%	26.4%	10.8%	-1.6%	4.7%	41.0%	25.5%	8.2%	10.4%	1.9%	14.5%	29.8%	16.1%	9.0%
생물자원	62.4%	58.8%	67.6%	-36.5%	-91.4%	적전	적전	-86.8%	861.5%	흑전	흑전	766.5%	33.7%	-99.4%	18707%
물류	16.4%	49.6%	25.7%	42.6%	-3.0%	3.1%	3.3%	31.2%	31.1%	20.0%	37.5%	20.4%	32.9%	8.6%	26.7%
<b>영업이익률</b>	<b>6.6%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>7.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.1%</b>	<b>6.2%</b>
식품	10.2%	7.6%	9.2%	3.2%	6.6%	4.6%	10.0%	5.9%	8.6%	7.7%	11.3%	6.1%	7.6%	6.9%	8.5%
바이오	7.3%	6.5%	8.7%	8.9%	8.4%	7.0%	8.2%	8.8%	8.8%	7.4%	8.8%	8.8%	7.9%	8.1%	8.5%
헬스케어	15.6%	13.6%	10.7%	13.1%	14.7%	13.6%	14.5%	15.6%	15.0%	14.0%	13.6%	16.3%	13.2%	14.6%	14.8%
생물자원	3.1%	4.0%	3.8%	1.7%	0.3%	-0.2%	-0.2%	0.2%	2.3%	4.0%	3.5%	1.6%	3.1%	0.0%	2.8%
물류	3.7%	4.2%	4.2%	3.6%	3.3%	3.8%	3.4%	4.0%	3.6%	3.9%	4.4%	4.4%	3.9%	3.6%	4.1%

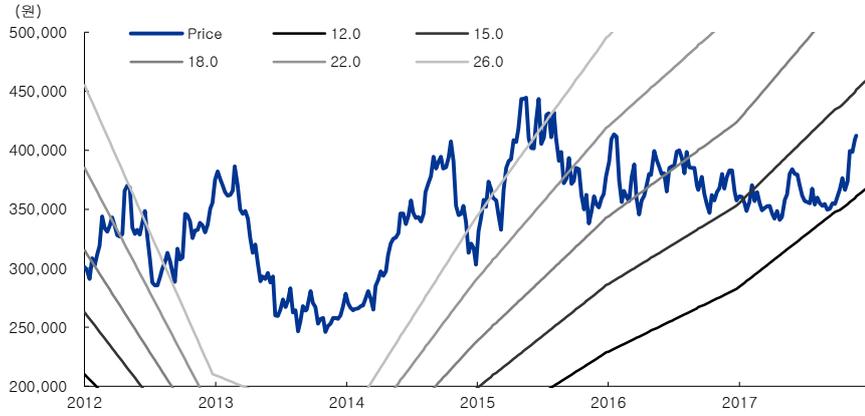
자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

그림 125. CJ제일제당 연간 실적(연결기준) 추이 및 전망



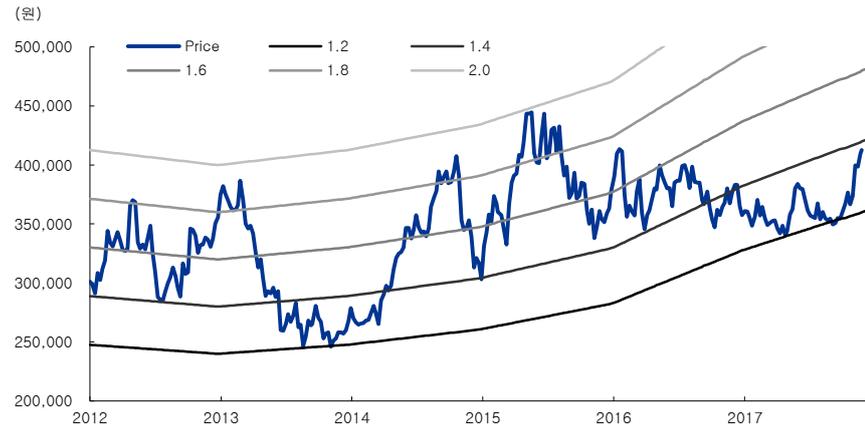
자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

그림 126. CJ제일제당 Fwd PER 밴드차트



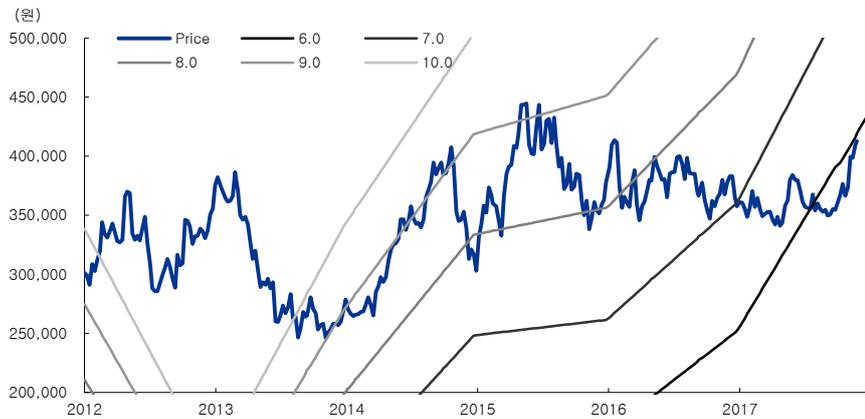
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 127. CJ제일제당 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 128. CJ제일제당 Fwd EV/EBITDA 밴드차트

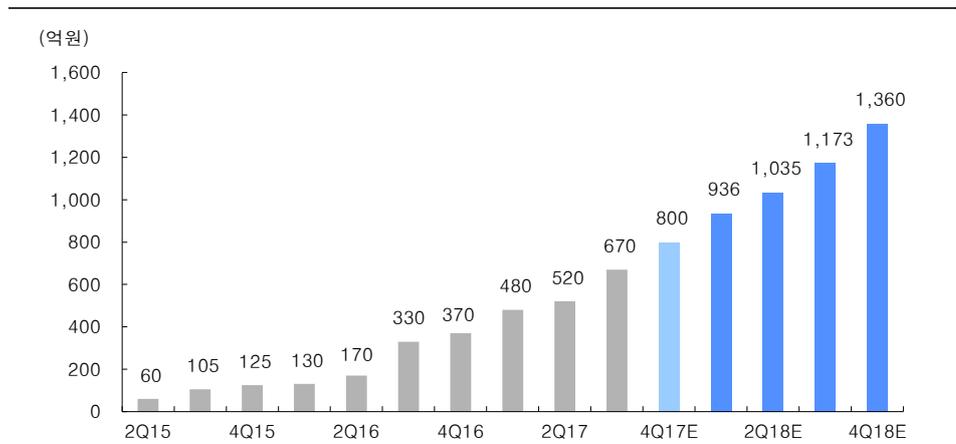


자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

**식품부문: 내년 미국과 중국을 비롯한 기타 지역으로 사업 확대 전망**

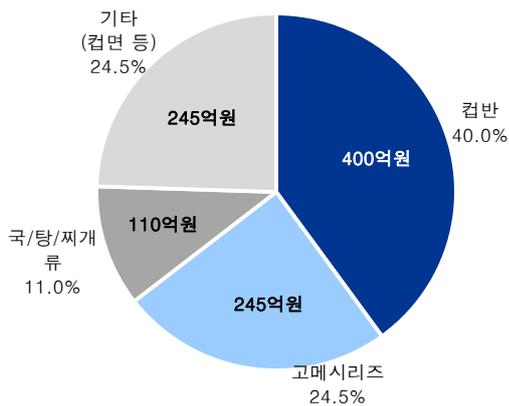
CJ제일제당은 올 상반기까지 HMR신제품군(햇반컵반+고메시리즈+국탕찌개류 상온간편식+기타제품)에서 손익분기점을 넘지 못했다. 비비고 등 신제품 출시로 전략성 경비가 증가했기 때문이다. 하지만 판매량이 늘면서 원가 효율이 개선되고, 인지도 상승에 따른 마케팅 비용이 감소함에 따라 3분기 흑자 전환에 성공했다. 내년에는 HMR신제품군의 흑자폭이 더 확대될 것으로 기대된다. 올해 연간 HMR신제품군 매출은 2,470억원(+147% yoy), 내년에는 4,503억원(+82.3% yoy)으로 전망된다.

그림 129. HMR신제품군 매출 추이 및 전망



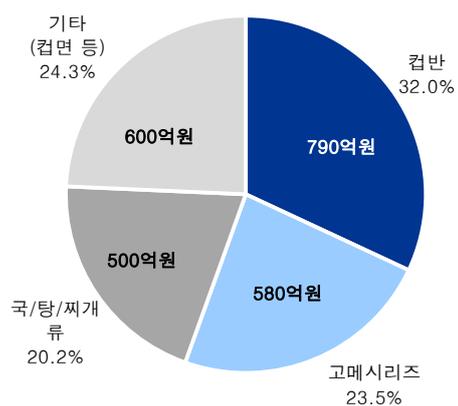
자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

그림 130. HMR신제품군 매출액과 매출비중 (2016년)



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

그림 131. HMR신제품군 예상 매출액과 매출비중 (2017년)

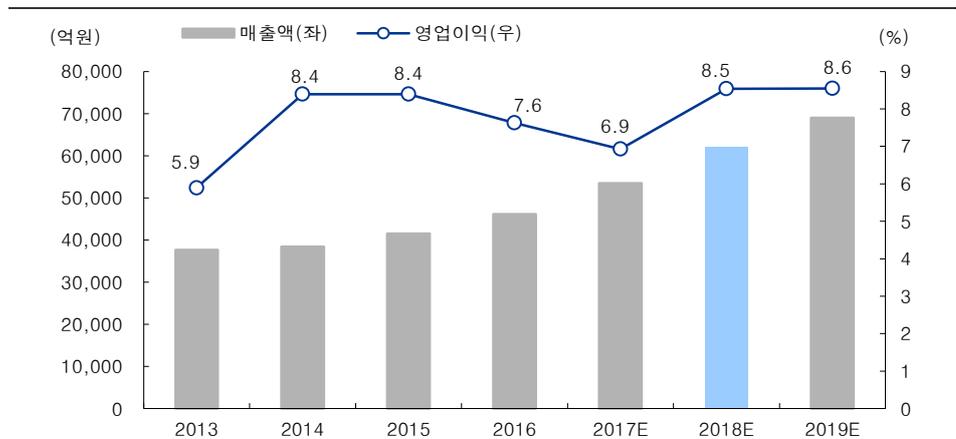


자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

### 내년 미국과 중국을 비롯한 기타 지역으로 사업 확대 전망

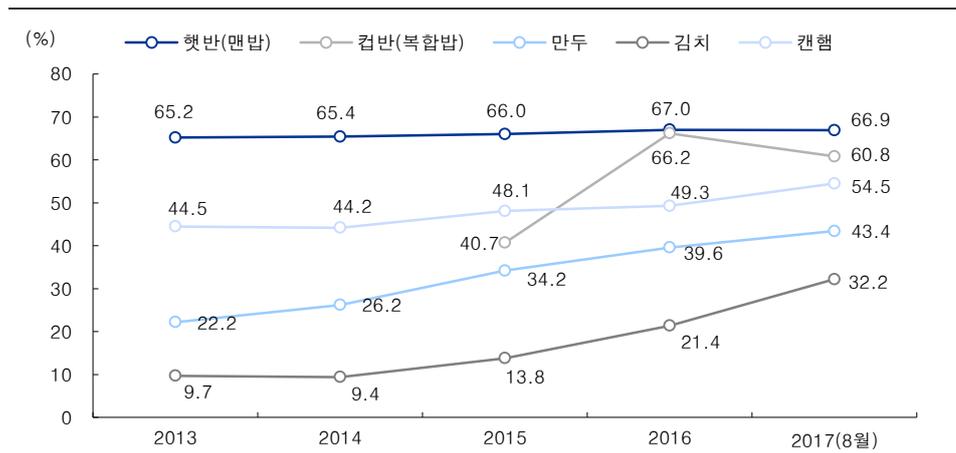
최근 중국의 사드 보복 조치가 해소되고 있어, 4분기부터 중국 내 사업 역량이 점차 회복세를 나타낼 전망이다. 미국 시장에서는 그로서리 스토어로 유통 채널을 확대하는 한편, 왕교자 등 만두 제품 다변화를 비롯해 육류 및 한식레디미일 출시를 강화할 것으로 예상된다. 또 러시아 냉동식품 가공업체 라비올리를 인수하고, 까우제 등 베트남 현지 식품업체 인수 사례를 보듯이 내년 기타 지역에서는 M&A를 통해 진출을 확대해 나갈 것으로 전망된다.

그림 132. 식품사업부문 연간 실적 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

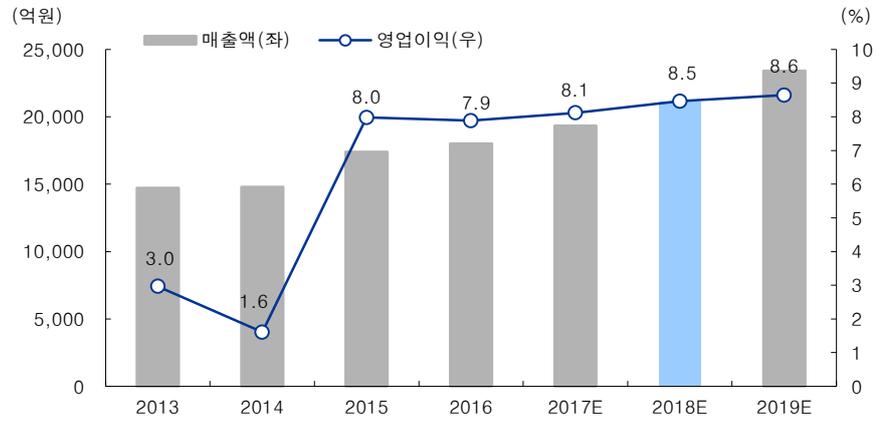
그림 133. 주요 카테고리 별 국내 시장점유율 현황



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터  
 주: 캔햄의 2017년 시장점유율은 6월 기준임

**바이오부문: 내년 발린 등 신제품 이익 기여 확대, 영업이익 13.9%(yoy) 증가 전망**

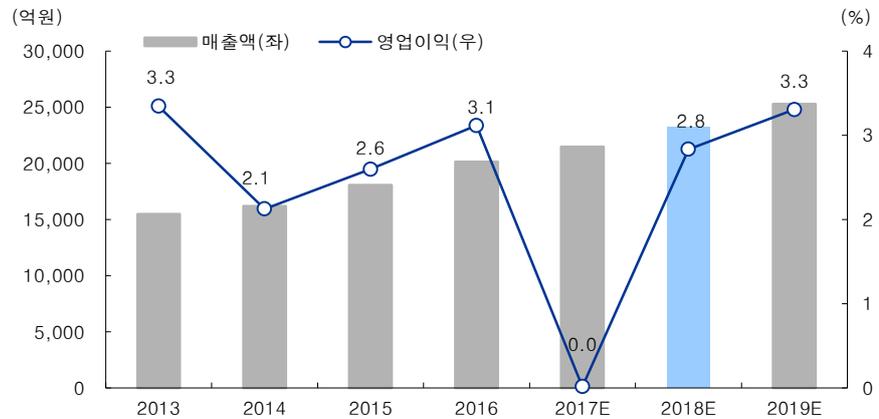
그림 134. 바이오 사업부문 연간 실적추이 및 전망



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

**생물자원부문: 판가인상효과가 4분기부터 본격화되면서 내년 실적 정상화 기대**

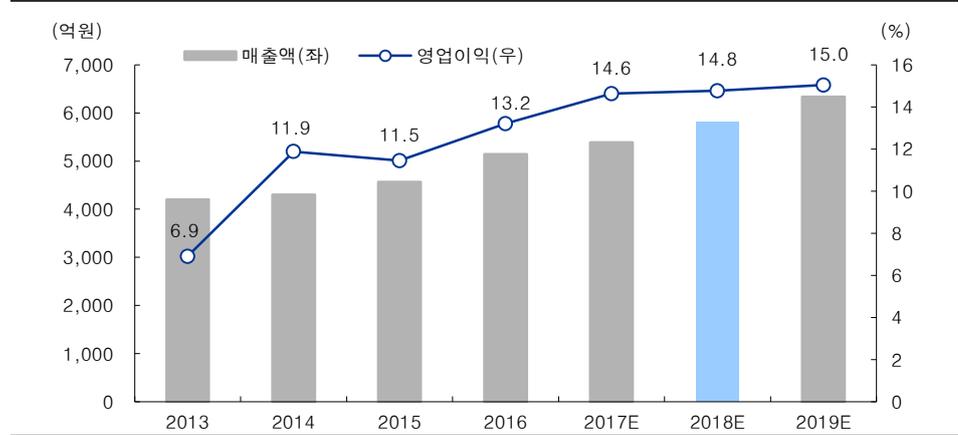
그림 135. 생물자원부문 연간 실적추이 및 전망



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

CJ헬스케어: 자체 개발 신제품 판매 비중 확대에 따른 마진을 개선세 지속

그림 136. CJ헬스케어의 분기별 실적 추이 및 전망



자료: CJ제일제당, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	12,924	14,563	16,508	18,613	20,672
증가율(%)	10.4	12.7	13.4	12.8	11.1
매출원가	10,038	11,275	12,911	14,369	15,932
매출총이익	2,886	3,288	3,596	4,244	4,740
매출총이익률(%)	22.3	22.6	21.8	22.8	22.9
판매비	2,135	2,444	2,752	3,082	3,429
판매비율(%)	16.5	16.8	16.7	16.6	16.6
영업이익	751	844	845	1,162	1,311
증가율(%)	29.6	12.3	0.1	37.6	12.8
영업이익률(%)	5.8	5.8	5.1	6.2	6.3
순금융손익	-263	-212	-95	-249	-236
이자손익	-166	-161	-201	-197	-195
기타	-97	-51	106	-52	-41
기타영업외손익	-145	-104	-141	-115	-91
종속/관계기업손익	21	1	18	9	12
세전이익	365	528	626	807	996
법인세	111	175	190	247	302
법인세율	30.5	33.1	30.3	30.7	30.4
계속사업이익	254	354	437	559	693
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	254	354	437	559	693
증가율(%)	84.0	39.4	23.5	28.0	24.0
당기순이익률(%)	2.0	2.4	2.6	3.0	3.4
지배주주당순이익	189	276	341	444	560
기타포괄이익	-12	30	-23	14	13
총포괄이익	242	384	413	574	706
EBITDA	1,235	1,375	1,577	1,964	2,068
증가율(%)	20.2	11.3	14.7	24.5	5.3
EBITDA마진율(%)	9.6	9.4	9.6	10.6	10.0

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	13,073	19,044	23,550	30,643	38,657
BPS	216,981	235,302	272,961	302,216	339,206
DPS	2,500	2,500	2,500	2,700	3,000
밸류에이션(배)					
PER	28.9	18.8	17.2	13.2	10.5
PBR	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.2	9.8	8.9	7.1	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	10.4	12.7	13.4	12.8	11.1
EPS증가율	105.3	45.7	23.7	30.1	26.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
ROE	6.2	8.4	9.3	10.7	12.1
ROA	1.9	2.4	2.6	3.1	3.7
ROIC	2.6	3.3	3.8	4.8	5.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	155.4	160.1	162.2	152.4	144.4
순차입금 비율(%)	93.8	96.3	87.5	76.6	67.2
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.0	5.4	6.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.1	8.0	7.5	7.4	7.3
재고자산회전율	11.9	12.2	11.8	11.7	11.8
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	4,019	4,881	6,134	6,788	7,606
현금및현금성자산	530	644	1,194	1,334	1,524
유가증권	165	180	253	278	310
매출채권	1,623	2,029	2,377	2,657	2,969
재고자산	1,098	1,280	1,513	1,661	1,856
비유동자산	9,733	10,886	11,278	11,334	11,580
유형자산	6,690	7,281	7,370	7,568	7,881
무형자산	1,737	2,334	2,450	2,320	2,187
투자자산	740	817	873	806	804
자산총계	13,751	15,766	17,412	18,122	19,186
유동부채	4,336	4,699	5,153	5,433	6,052
매입채무및기타채무	849	1,114	1,288	1,376	1,538
단기차입금	1,441	1,801	2,074	1,898	2,068
유동성장기부채	1,148	773	632	902	1,068
비유동부채	4,030	5,007	5,618	5,508	5,285
사채	2,242	2,899	3,486	3,186	2,886
장기차입금	848	1,155	1,032	1,096	1,053
부채총계	8,366	9,706	10,771	10,942	11,337
자배주주지분	3,143	3,409	3,957	4,381	4,917
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	926	926	926
자본조정등	-295	-302	-314	-314	-314
기타포괄이익누계액	109	148	400	415	429
이익잉여금	2,334	2,567	2,872	3,281	3,804
비자배주주지분	2,242	2,651	2,684	2,799	2,932
자본총계	5,385	6,060	6,641	7,180	7,849
비이자부채	2,620	3,044	3,515	3,829	4,230
총차입금	5,746	6,662	7,256	7,113	7,107
순차입금	5,051	5,838	5,809	5,501	5,273

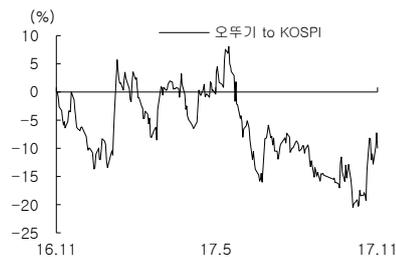
현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	1,155	800	709	1,320	1,377
당기순이익	254	354	437	559	693
비현금성 비용 및 수익	922	957	978	1,158	1,073
유형자산감가상각비	394	437	591	610	556
무형자산상각비	89	95	142	191	202
운전자본변동	77	-359	-596	-322	-321
매출채권등의 감소	11	-191	-415	-280	-312
재고자산의 감소	-27	-171	-209	-148	-195
매입채무등의 증가	-112	165	171	88	162
기타 영업현금흐름	-99	-151	-109	-75	-68
투자활동 현금흐름	-693	-1,409	-1,304	-995	-1,161
유형자산의 증가(CAPEX)	-673	-845	-727	-826	-886
유형자산의 감소	29	39	19	18	17
무형자산의 감소(증가)	-64	-61	-242	-61	-69
투자자산의 감소(증가)	-2	65	-4	47	-18
기타	17	-606	-350	-173	-204
재무활동 현금흐름	-364	726	1,146	-179	-19
차입금의 증가(감소)	7	342	293	64	-43
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-372	384	852	-243	24
기타 및 조정	-3	-3	-1	-5	-8
현금의 증가	94	115	550	140	189
기초현금	436	530	644	1,194	1,334
기말현금	530	644	1,194	1,334	1,524

## 매수 (유지)

목표주가	1,000,000원		
현재가 (11/29)	809,000원		
KOSPI (11/29)	2,512.90pt		
시가총액	2,783십억원		
발행주식수	3,440천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	885,000원		
최저가	627,000원		
60일 일평균거래대금	13십억원		
외국인 지분율	62.11%		
배당수익률 (2017F)	7.59%		
주주구성			
CJ 외 6 인	37.79%		
국민연금	13.48%		
추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	-8%	-8%
절대기준	3%	-1%	17%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,000,000	950,000	▲
EPS(17)	37,431	37,411	▲
EPS(18)	41,374	41,271	▲

### 오뚜기 상대주가 (%)



## 오뚜기 (007310)

### 내년 규모의 경제로 본격적인 수익성 개선 기대

#### 내년 영업이익이 올해 대비 25.3% 증가 전망

2018년 연결 매출액과 영업이익이 각각 2조 2,847억원(+6.8% yoy), 1,756억원(+25.3% yoy)으로 추정된다. 면류를 비롯, 가공밥, 죽, 냉동 피자 등 HMR제품 판매량 확대가 두드러질 전망이다.

또 투입원가 하락 및 가정간편식(HMR) 등 제품 판매량이 늘면서 원가 효율이 개선되고, 제품 인지도 상승에 따른 광고선전비 등 판촉비가 줄면서 수익성 개선세가 뚜렷할 것으로 기대된다.

#### 라면 및 가정간편식(HMR) 판매가 외형 성장 견인

내년 면제품류의 매출액은 7,194억원(+9.0% yoy)으로 전망된다. 올해 진짬뽕 역기저 부담으로 2.9% 매출 증가에 그쳤지만, 내년에는 시장점유율 확대 및 신제품 효과에 기인, 견조한 성장세가 예상된다.

가정간편식(HMR) 시장 성장세와 맞물려 3분류, 즉석밥, 죽, 냉동피자 등 관련 매출 증가세도 이어질 전망이다. 동사는 종합식품 2위 사업자로써 오랜기간 브랜드 인지도 구축, 제품 프로모션 등 비용을 투입해 제품 판매량을 확대해 놓은 선점업체에 속한다. 이에 내년 HMR시장의 경쟁 심화에 대한 우려보다는 규모의 경제에 따른 본격적인 수익성 개선 가능성에 주목해야 한다는 의견이다.

#### 투자의견 '매수', 목표주가 100만원으로 상향

투자의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 100만원(기존 95만원)으로 상향한다. 목표주가는 올해 예상 실적 기준, 최근 3개년(2015-17E)동안 각 년도의 PER, PBR, EV/EBITDA 배수 평균치를 평균한 값을 사용해 산출했다.

(단위:십억원배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,883	2,011	2,138	2,285	2,459
영업이익	133	143	140	176	199
세전이익	143	183	174	188	212
지배주주순이익	104	138	129	142	159
EPS(원)	30,365	39,977	37,431	41,374	46,322
증가율(%)	11.4	31.7	-6.4	10.5	12.0
영업이익률(%)	7.1	7.1	6.6	7.7	8.1
순이익률(%)	5.6	6.9	6.1	6.3	6.5
ROE(%)	11.9	13.9	12.1	12.3	12.4
PER	40.3	16.6	21.6	19.6	17.5
PBR	4.5	2.2	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	24.0	11.3	14.2	11.7	10.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

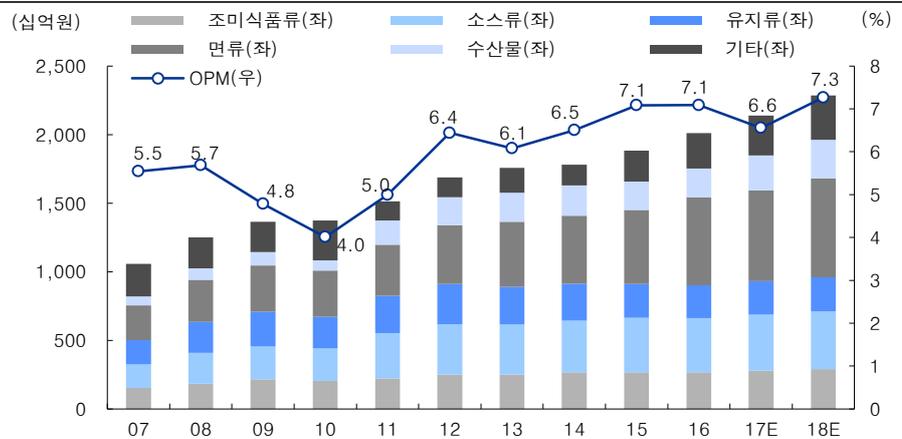
표 27. 오투기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>515.6</b>	<b>488.0</b>	<b>516.4</b>	<b>490.5</b>	<b>531.8</b>	<b>513.4</b>	<b>564.3</b>	<b>528.8</b>	<b>568.1</b>	<b>544.8</b>	<b>608.2</b>	<b>563.6</b>	<b>2010.7</b>	<b>2138.4</b>	<b>2284.7</b>
건조식품류	66.4	67.7	66.0	67.2	72.1	69.0	69.0	69.5	74.4	70.7	72.3	73.2	267.3	279.7	290.6
양념소스류	92.0	105.3	100.8	96.9	96.5	105.0	107.3	99.1	99.6	107.9	111.7	101.1	395.1	407.9	420.4
유지류	61.1	59.0	63.2	55.2	63.0	60.0	65.3	56.5	64.4	60.7	66.7	57.5	238.4	244.9	249.4
면제품류	177.5	151.8	155.4	157.4	158.4	154.4	171.7	175.8	171.2	167.7	187.5	193.0	642.0	660.3	719.4
농수산물공품류	48.4	53.5	53.6	55.7	65.0	61.7	63.8	64.8	73.8	67.7	71.0	70.1	211.1	255.2	282.6
기타	70.2	50.8	77.6	58.2	76.9	63.3	87.2	63.2	84.7	70.0	99.0	68.6	256.8	290.5	322.3
<b>매출액 YoY</b>	<b>11.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>9.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.8%</b>
건조식품류	-2.2%	-0.5%	-4.0%	7.9%	8.5%	1.9%	4.6%	3.5%	3.2%	2.5%	4.8%	5.2%	0.1%	4.6%	3.9%
양념소스류	1.4%	2.0%	-8.2%	3.7%	4.9%	-0.4%	6.5%	2.2%	3.2%	2.8%	4.1%	2.1%	-0.6%	3.2%	3.1%
유지류	-2.3%	-4.7%	-2.8%	-4.7%	3.1%	1.8%	3.4%	2.4%	2.2%	1.2%	2.1%	1.8%	-3.6%	2.7%	1.8%
면제품류	33.0%	22.9%	10.8%	11.3%	-10.7%	1.8%	10.5%	11.7%	8.1%	8.6%	9.2%	9.8%	19.2%	2.9%	9.0%
농수산물공품류	-2.4%	0.6%	-1.3%	11.2%	34.2%	15.4%	19.1%	16.3%	13.6%	9.7%	11.3%	8.3%	1.9%	20.9%	10.7%
기타	16.5%	11.0%	18.4%	7.3%	9.4%	24.7%	12.3%	8.6%	10.2%	10.6%	13.5%	8.6%	13.7%	13.1%	10.9%
<b>영업이익</b>	<b>35.6</b>	<b>40.5</b>	<b>45.3</b>	<b>21.2</b>	<b>30.0</b>	<b>41.5</b>	<b>44.3</b>	<b>24.3</b>	<b>40.3</b>	<b>48.2</b>	<b>57.2</b>	<b>29.9</b>	<b>142.5</b>	<b>140.2</b>	<b>175.6</b>
영업이익 YoY	-8.5%	9.0%	15.1%	17.3%	-15.7%	2.6%	-2.1%	14.9%	34.5%	16.2%	28.9%	22.8%	6.8%	-1.6%	25.3%
영업이익률	6.9%	8.3%	8.8%	4.3%	5.6%	8.1%	7.9%	4.6%	7.1%	8.9%	9.4%	5.3%	7.1%	6.6%	7.7%

자료: 오투기, IBK투자증권 리서치센터

그림 137. 오투기 실적 추이 및 전망



자료: 오투기, IBK투자증권 리서치센터

투자 의견 '매수'를 유지하고 목표주가를 100만원(기존 95만원)으로 상향한다. 목표주가는 올해 예상 실적 기준, 최근 3개년(2015-17E)동안 각 년도의 PER, PBR, EV/EBITDA 배수 평균치를 평균한 값을 사용해 산출했다.

올해가 1개월 남았음을 고려해 예상 EPS와 BPS, EBITDA 적용 기준을 기존 2017년에서 '2018년'으로 변경했다. 또 배수 적용 기간도 과거 2년(2015-2016)에서 올해를 포함한 '최근 3년(2015-2017E)'으로 변경했다.

표 28. 오뚜기 목표주가 산출

(1) PER Valuation		(2) PBR Valuation		(3) EV/EBITDA Valuation	
지배주주순이익	1,423 억원	목표 PBR	2.8 배	EBITDA	2,222 억원
Target P/E	23.0 배	예상 BPS	354,544 원	Target Multiple	14.7 배
목표 시가총액	32,779 억원	<b>적정주가</b>	<b>978,783 원</b>	목표 EV	32,714 억원
주식수	3,440 천주	현재주가	809,000 원	(-) Net Debt	-2,377 억원
<b>적정주가</b>	<b>952,868 원</b>	상승여력	21.0 %	(+) Investment Securities	2,643 억원
현재주가	809,000 원			(-) Minority Interest	544 억원
상승여력	17.8 %			목표 시가총액	37,190 억원
				주식수	3,440 천주
				<b>적정주가</b>	<b>1,081,093 원</b>
				현재주가	809,000 원
				상승여력	33.6 %
PER (최근 3년평균)		PBR (최근 3년평균)		EV/EBITDA (최근 3년평균)	
최고치	36.1 배	최고치	4.3 배	최고치	22.1 배
최저치	15.7 배	최저치	1.9 배	최저치	10.0 배
<b>평균치</b>	<b>23.0 배</b>	<b>평균치</b>	<b>2.8 배</b>	<b>평균치</b>	<b>14.7 배</b>
				* 3개 방법 평균	
				PER	952,868 원
				PBR	978,783 원
				EV/EBITDA	1,081,093 원
				적정주가	1,004,248 원
				목표주가	1,000,000 원
				현재주가	809,000 원
				상승여력	23.6 %

자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 138. 오뚜기 Fwd PER 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 139. 오뚜기 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 140. 오뚜기 Fwd EV/EBITDA 밴드차트



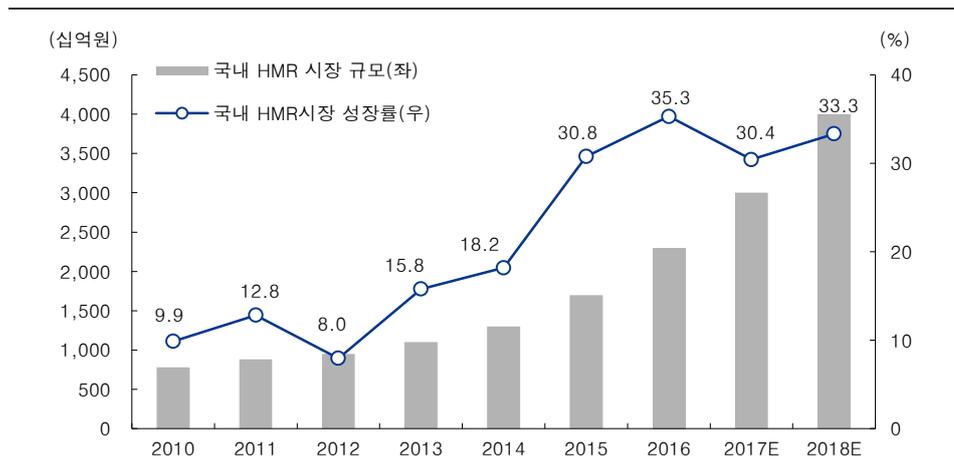
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

### HMR시장의 선두업체로, 내년 규모의 경제에 따른 수익성 개선 가능성 높아

HMR시장은 CJ제일제당과 오뚜기가 선도하는 가운데, 동원F&B, 풀무원, 대상 등이 그 뒤를 잇고 있다. 즉석섭취 조리식품 부문에서 CJ제일제당은 약 44%, 오뚜기는 약 35%의 시장점유율을 차지하며 2강 구도가 확고히 유지되고 있다. 특히 즉석밥과 컵밥 류 부문에서 CJ제일제당과 오뚜기의 합산 점유율은 96%를 상회한다.

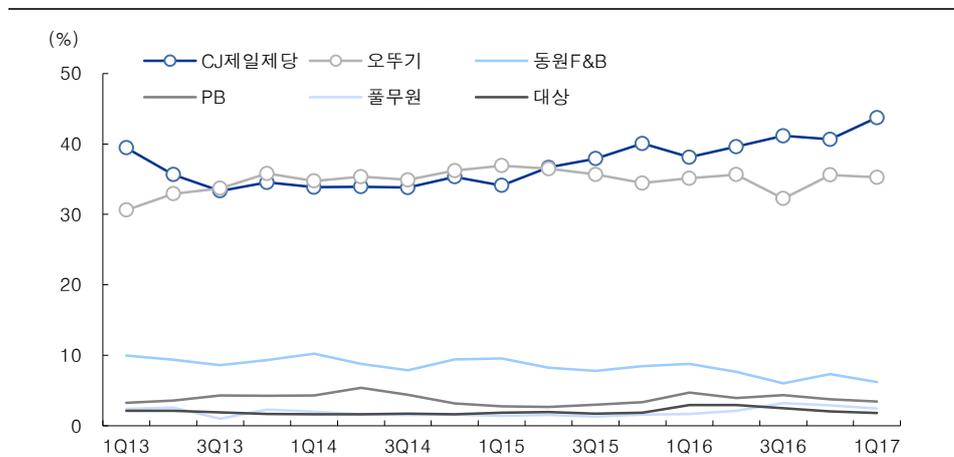
최근 HMR시장의 고성장이 이어지면서 다양한 업계에서 HMR시장으로 사업영역을 확대하고 있어 경쟁 심화에 대한 우려가 적지 않다. 하지만 당사는 HMR시장의 2위 사업자로서 오랜기간 브랜드 인지도 구축, 제품 프로모션 등 비용을 투입해 제품 판매량을 확대해 놓은 선점업체에 속한다. 이에 경쟁에 대한 우려보다는 시장 성장과 맞물린 규모의 경제에 따른 2018년 본격적인 수익성 개선 가능성에 주목해야 한다는 의견이다.

그림 141. 국내 HMR시장 규모 추이



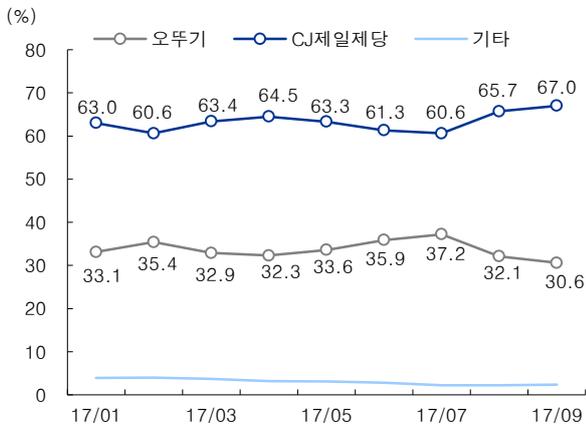
자료: CJ제일제당, 농식품유통교육원, IBK투자증권 리서치센터

그림 142. 즉석섭취조리식품 시장점유율 추이 | CJ제일제당과 오뚜기의 2강 체제 확고



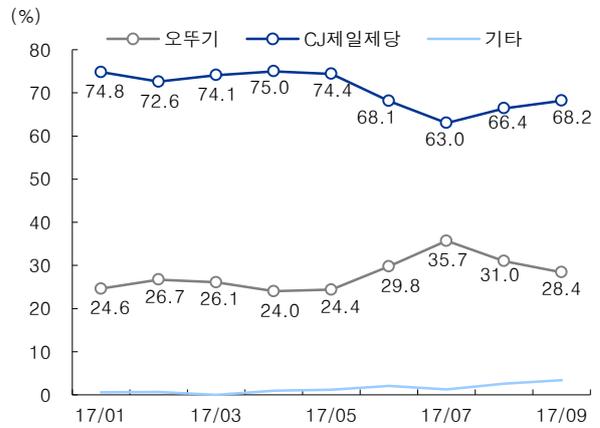
자료: 링크아즈텍, 한국농수산식품유통공사, IBK투자증권 리서치센터

그림 143. 즉석밥 시장 점유율 추이



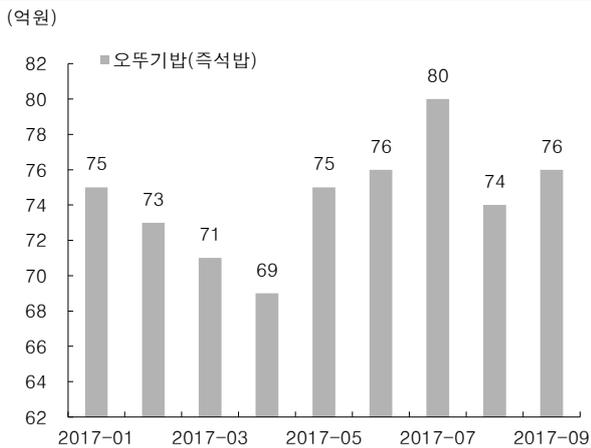
자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 144. 컵밥류 시장 점유율 추이



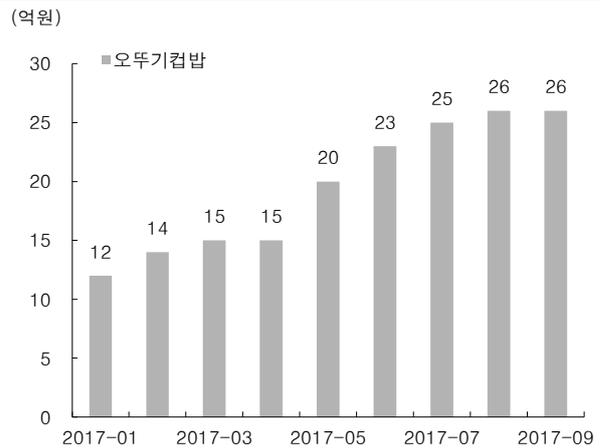
자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 145. 오뚜기밥(즉석밥) 월별 매출액 추이



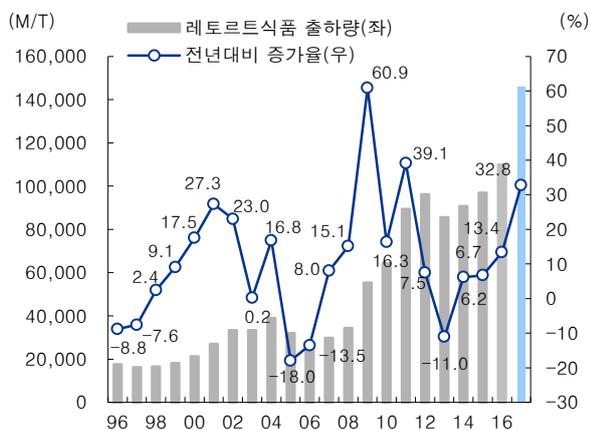
자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 146. 오뚜기컵밥 월별 매출액 추이



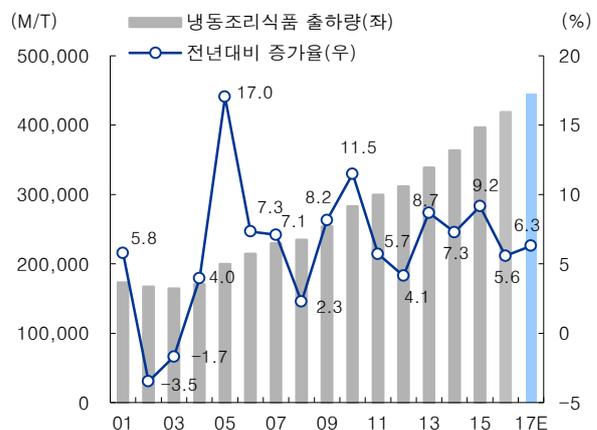
자료: 오뚜기, IBK투자증권 리서치센터

그림 147. 레토르트식품 출하량 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

그림 148. 냉동조리식품 출하량 추이



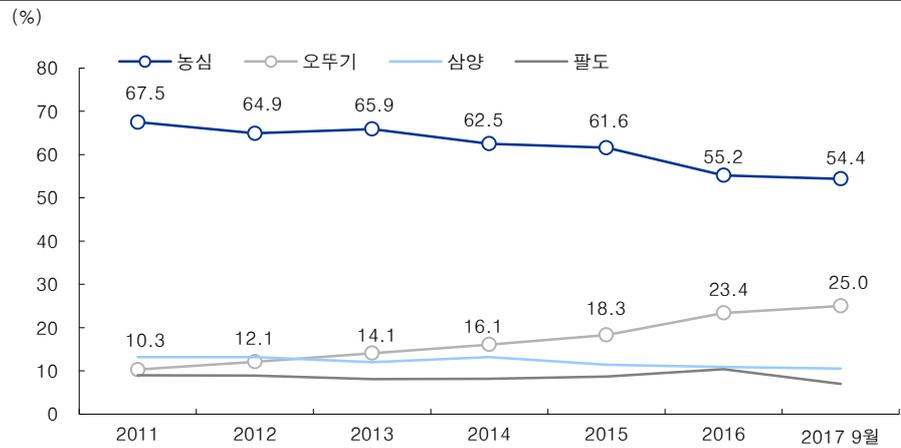
자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

### 라면시장 점유율 확대에 주목

급변하는 라면시장에서 오투기가 빠르게 점유율을 키워가고 있다. 실제로 오투기의 시장점유율은 2011년 10.3%에서 올해 9월 기준 25%로 확대됐다. 라면 4사 중 지난 5년간 매년 점유율이 상승한 업체는 오투기가 유일하다.

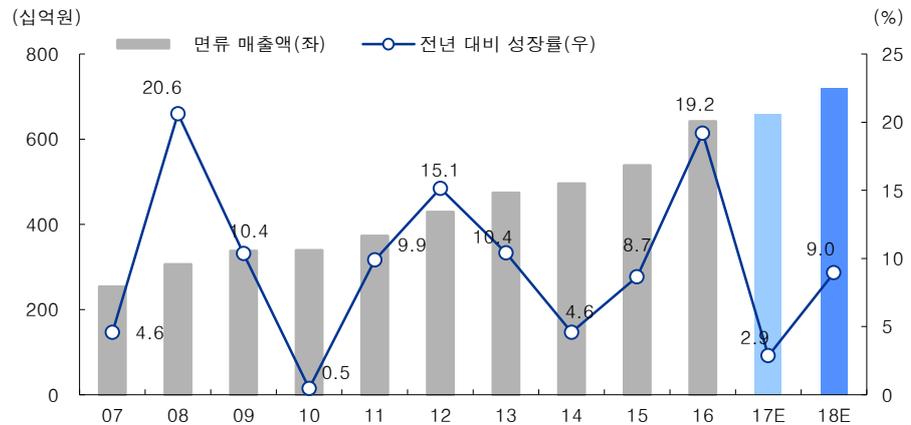
또 오투기 면류 부문 매출은 지난 10년간 역 성장한 경우가 없었다. 올해 작년 진잠뽕 출시에 따른 역기저 부담이 있었지만 함흥비빔면, 콩국수라면 등 계절성 신제품 출시 효과와 진라면, 참깨라면 등 주력 제품의 판매 호조세로 매출 성장 기조가 유지됐다. 내년 라면 매출액은 제품 인지도 상승에 따른 시장점유율 확대 및 신제품 출시 효과로 올해 대비 9.0% 증가한 7,194억원으로 예상된다.

그림 149. 라면 시장점유율 추이



자료: AC닐슨, 오투기, IBK투자증권 리서치센터

그림 150. 오투기 면류 부문 매출 추이 및 전망



자료: 오투기, IBK투자증권 리서치센터

### 라면은 가정간편식(HMR)과 함께 성장이 가능한 품목

라면 시장은 이미 자연 성장이 어려울 정도로 성숙기에 접어들었다. 하지만 식품 산업의 어느 카테고리보다 소비자 저변이 넓기 때문에, 그 만큼 신제품에 대한 소비자의 호응도가 높다. 이는 곧 신제품 효과가 시장 성장으로 이어질 수 있다는 의미다.

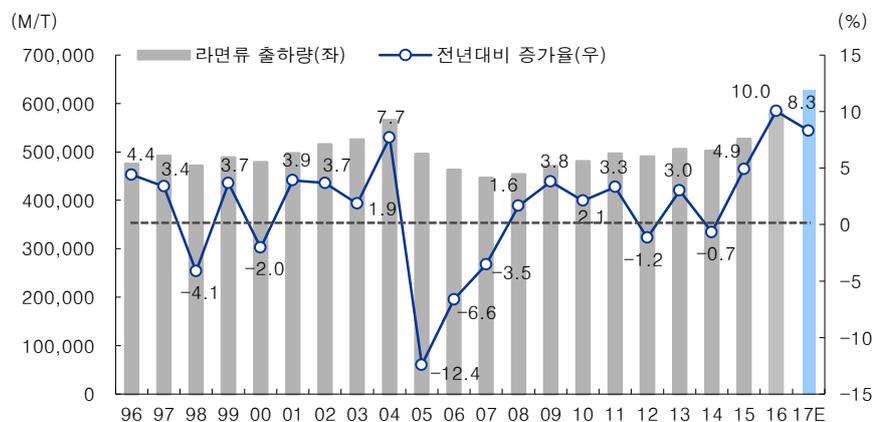
실제로 2000년부터 2014년까지 라면시장의 연평균 성장률은 0.3%를 기록했다. 2000년 이전에도 이미 라면은 보편적인 먹거리였기 때문에 성장이 다소 정체되어있었다. 하지만 2015년 말 짜왕, 진짬뽕 등 중화풍 프리미엄 라면이 출시된 이후 지금까지 의미있는 출하량 증가세가 나타나고 있다. 2015년 526,803M/T(+4.9% yoy), 2016년 579,645 M/T(+10.0% yoy)에 이어 올해 출하량은 627,756(+8.3% yoy)으로 전망된다.

정체됐던 라면시장에 신제품이 성장 동력으로 작용하고 있는 것이다. 더욱이 최근 출시되는 라면은 대부분 맛과 품질을 향상시킨만큼 기 출시된 일반라면보다 가격이 두배 이상 높다. 이에 평균판매단가(ASP) 상승 효과가 전체 라면시장 전체 규모 확대 및 라면업체의 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

최근 가정간편식(HMR) 시장의 확대가 라면의 수요 감소로 이어질 것에 대한 시장의 우려가 많은게 사실이다. 하지만 우리나라의 1인당 연간 라면 소비량이 72.8개로 전 세계 1위임을 고려하면 그만큼 라면이 우리 식생활과 밀접하게 연관이 있다고 판단된다. 이에 단기적으로 라면의 수요가 가정간편식으로 인해 급격하게 감소할 가능성은 높지 않다는 의견이다. 이에 HMR과 라면 사업을 모두 영위하고 있는 오투기에 대한 당장의 우려는 제한적이다.

장기적 관점에서 HMR시장이 라면 수요를 잠식해나갈지라도 HMR시장의 높은 성장세와 동사의 시장경쟁력을 감안하면 라면 매출 감소분 이상으로 HMR매출이 늘 것으로 예상돼 전사 차원의 매출 성장세는 유지될 것으로 판단된다.

그림 151. 라면 출하량 및 전년대비 증가율 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 리서치센터

### 시장의 성장을 위한 라면 신제품 출시 기조는 이어질 듯

주요 라면 제조업체들(농심, 오뚜기, 삼양식품, 팔도, 풀무원)은 매년 신제품 출시를 확대하고 있다. 특히 라면시장이 역성장했던 2014년 이후 확연히 신제품이 늘었다. 2015년 17개, 2016년에는 15개 제품이 출시됐으며, 올해는 21개(11월 29일 기준)로 역대 최대다. 내년에도 맛과 품질을 개선시킨 프리미엄급 신제품이 대거 출시되면서 라면 시장의 성장을 견인할 것으로 예상된다.

표 29. 라면 5사 연도별 출시된 신제품(2011~16)

2011년			2012년			2013년		
출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명
01/18	풀무원	자연은 맛있다	01/09	농심	후루룩 칼국수	01/23	풀무원	오징어짜장
04/15	농심	신라면 블랙	03/12	삼양식품	돈(豚)라면	04/16	풀무원	골뱅이 비빔면
05/04	한국아쿠르트 (팔도)	부산밀면	03/15	팔도	남자라면	05/08	농심	아채라면
07/22	삼양식품	나기사까짬뽕	04/12	풀무원	백합조개탕면	06/07	삼양식품	나기사까 홍짬뽕
08/08	한국아쿠르트 (팔도)	꼬꼬면	04/16	삼양식품	불닭볶음면	07/03	풀무원	고추송송 사골
10/11	농심	쌀국수짬뽕	04/18	농심	진짜진짜	09/03	삼양식품	구운면(매생이탕면, 얼큰육개장)
11/10	오뚜기	기스면	07/18	풀무원	꽃개짬뽕	10/22	농심	떡국면
12/14	농심	곰탕(용기면)	08/01	오뚜기	참깨라면(봉지면)	11/06	팔도	한우설렁탕면
			08/09	팔도	앵그리꼬꼬면	11/21	팔도	불낙볶음면
			11/13	삼양식품	돈사골탕면	12/17	농심	하모니(용기면)
						12/18	삼양식품	한우특+짬면
2014년			2015년			2016년		
출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명	출시일	제조사	제품명
02/27	농심	찰비빔면	01/13	농심	우육탕면	02/16	풀무원	육개장칼국수
03/04	풀무원	파송송 사골	03/13	삼양식품	허니치즈볶음면	03/02	삼양식품	깃비빔
03/13	삼양식품	토마토 비비올레	04/07	풀무원	황태 메밀 막국수	04/29	농심	드레싱누들
04/03	팔도	도시락 라볶이(용기면)	04/07	풀무원	한그릇 매일 냉소바	05/26	풀무원	메밀막국수
04/07	오뚜기	카레라면	04/20	농심	짜왕	05/26	풀무원	가쓰오메밀냉소바
04/08	팔도	졸비빔면	05/21	농심	불고기비빔면(용기면)	06/05	오뚜기	아라비아파
07/17	오뚜기	얼떡볶이면(용기면)	05/21	농심	피자비빔면(용기면)	06/07	농심	콩나물 독배기(용기면)
09/11	농심	볶음쌈면	07/20	오뚜기	진짜장	07/14	오뚜기	볶음진짬뽕(봉지면)
10/23	팔도	왕뚜껑 찰판볶음면 해물(용기면)	07/23	팔도	팔도 짜장면	07/22	풀무원	생라면 매운맛 & 순한맛
			09/11	풀무원	꽃새우짬뽕	08/01	농심	보글보글 부대찌개면
			09/17	삼양식품	깃짜장	08/18	오뚜기	부대찌개라면
			10/11	풀무원	오징어먹물짜장	09/01	팔도	부대찌개라면
			10/15	오뚜기	진짬뽕	09/29	팔도	팔도탄탄면
			11/16	농심	맛짬뽕	11/22	삼양식품	김치찌개면
			11/17	삼양식품	깃짬뽕	12/28	풀무원	햇칠리크랩면
			12/12	팔도	불짬뽕			
			12/29	풀무원	통영굴짬뽕			

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

표 30. 2017년 출시된 라면 신제품

2017년				
출시일	제조사	제품명	특징	
(1)	01/23	삼양식품	핵불닭볶음면	극소수의 매운맛 마니아를 위한 제품. 4월말 생산 중단
(2)	02/15	팔도	쿨 불닭비빔면	2016년 여름철 한정판으로 출시했던 제품을 정식 출시
(3)	02/27	농심	볶음너구리	국물 없는 해물볶음 우동 라면
(4)	03/13	오뚜기	함흥비빔면	출시 이후 3월 판매액 12억원, 4월 15억원, 6월 14억원, 7월 12억원, 8월 8억원 기록
(5)	03/16	팔도	초계비빔면	여름 한정판으로 출시
(6)	04/24	농심	짜왕매운맛	통고추를 다져 원물 그대로 넣은 제품
(7)	4월말	농심	참치마요(용기면)	편의점에서 참치마요 제품들의 높은 인기에 착안해 개발. 달콤 짭조름한 맛이 특징
(8)	05/07	농심	카레라이스 쌀면	쌀이 80% 함유된, 튀기지 않고 비람으로 건조한 면발이 특징
(9)	05/26	오뚜기	콩국수라면	여름철 겨냥. 출시 이후 6월과 7월 판매액이 각각 19억원, 15억원 기록
(10)	05/29	풀무원	생면식감 야끼소바	쫄깃한 생면 식감 면발. 면 위에 뿌려먹을 수 있는 하나 가쓰오부시 동봉
(11)	06/07	삼양식품	와사마요(용기면)	와사비(고추냉이)와 마요네즈, 간장소스를 비벼먹는 볶음면
(12)	6월중	농심	탄탄면	이마트 전용 제품으로 출시
(13)	6월중	농심	굴소스볶음면	이마트 전용 제품으로 출시
(14)	07/12	오뚜기	와사비마요볶이	와사비(고추냉이)와 고소한 마요네즈가 어우러진 맛
(15)	09/01	농심	감자탕면	2006년 9월 출시돼 2009년 단종된 제품을 재출시
(16)	09/15	오뚜기	리얼치즈라면	액상 치즈 소스를 적용해 치즈 본연의 맛과 풍미를 높인 제품
(17)	09/21	팔도	진국설렁탕면	1995년 출시했다가 2007년 단종된 제품을 10년만에 재출시
(18)	10/20	삼양식품	한국곰탕면	겨울철 겨냥한 제품으로 곰탕의 진한 사골육수를 베이스로해 담백한 국물 맛이 특징
(19)	10/20	풀무원	얼큰누룽지탕면	탕 요리에 어울리는 얇은 면 사용. 구수한 누룽지 건더기와 은은한 불향이 특징
(20)	11/07	삼양식품	마라불닭볶음면	지난 7월 중국 등 수출 전용 제품으로 출시. 국내 소비자 요청이 많아 국내도 출시
(21)	11/16	오뚜기	굴진뽕빵	굴과 야채를 우려낸 육수가 특징

자료: 각사, 국내인론, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,883	2,011	2,138	2,285	2,459
증가율(%)	5.7	6.8	6.4	6.8	7.6
매출원가	1,425	1,524	1,639	1,737	1,861
매출총이익	458	487	500	548	598
매출총이익률 (%)	24.3	24.2	23.4	24.0	24.3
판매비	325	344	360	372	399
판매비율(%)	17.2	17.1	16.8	16.3	16.2
영업이익	133	143	140	176	199
증가율(%)	15.1	6.8	-1.6	25.3	13.3
영업이익률(%)	7.1	7.1	6.6	7.7	8.1
순금융손익	1	1	2	2	2
이자손익	1	1	2	2	2
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	23	21	2	2
종속/관계기업손익	8	17	11	9	9
세전이익	143	183	174	188	212
법인세	38	45	44	46	52
법인세율	26.5	24.8	25.5	24.2	24.7
계속사업이익	105	138	130	143	160
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	105	138	130	143	160
증가율(%)	11.5	31.5	-6.1	10.2	11.9
당기순이익률 (%)	5.6	6.9	6.1	6.3	6.5
지배주주당순이익	104	138	129	142	159
기타포괄이익	34	-26	3	0	0
총포괄이익	139	112	132	143	160
EBITDA	169	185	186	222	248
증가율(%)	15.4	9.3	0.7	19.4	11.5
EBITDA마진율(%)	9.0	9.2	8.7	9.7	10.1

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	30,365	39,977	37,431	41,374	46,322
BPS	274,241	299,198	319,158	354,544	394,704
DPS	5,200	6,800	6,800	6,800	6,800
밸류에이션(배)					
PER	40.3	16.6	21.6	19.6	17.5
PBR	4.5	2.2	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	24.0	11.3	14.2	11.7	10.2
성장성지표(%)					
매출증가율	5.7	6.8	6.4	6.8	7.6
EPS증가율	11.4	31.7	-6.4	10.5	12.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	1.0	0.8	0.8	0.8
ROE	11.9	13.9	12.1	12.3	12.4
ROA	7.4	9.0	7.9	8.0	8.3
ROIC	17.8	21.7	17.7	17.1	18.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	56.4	53.9	48.0	45.2	41.9
순차입금 비율(%)	-16.9	-19.5	-17.3	-18.7	-21.3
이자보상배율(배)	34.0	43.7	46.8	60.0	68.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.1	15.5	15.2	15.5	15.5
재고자산회전율	14.3	13.6	13.7	13.9	14.0
총자산회전율	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	578	641	653	716	809
현금및현금성자산	170	145	114	156	204
유가증권	134	192	224	225	244
매출채권	120	139	143	152	164
재고자산	140	155	159	169	183
비유동자산	906	952	1,051	1,134	1,196
유형자산	615	653	763	804	838
무형자산	17	22	43	42	41
투자자산	252	255	222	264	292
자산총계	1,484	1,593	1,704	1,850	2,005
유동부채	337	376	360	375	398
매입채무및기타채무	183	208	191	190	199
단기차입금	48	48	52	54	57
유동성장기부채	0	2	1	1	1
비유동부채	198	181	192	201	194
사채	60	60	60	64	66
장기차입금	35	26	27	24	23
부채총계	535	558	552	576	592
지배주주지분	943	1,029	1,098	1,220	1,358
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	10	10	10	10	10
자본조정등	-10	-18	-71	-71	-71
기타포괄이익누계액	68	47	43	45	47
이익잉여금	858	972	1,099	1,218	1,354
비지배주주지분	6	6	54	54	55
자본총계	949	1,035	1,152	1,274	1,413
비이자부채	392	422	413	432	446
총차입금	143	136	139	143	146
순차입금	-161	-202	-200	-238	-301

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	111	149	114	158	182
당기순이익	105	138	130	143	160
비현금성 비용 및 수익	74	67	52	34	35
유형자산감가상각비	35	41	45	46	48
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-40	-24	-26	-20	-16
매출채권등의 감소	-5	-20	21	-9	-12
재고자산의 감소	-17	-14	-3	-10	-14
매입채무등의 증가	2	25	-43	-1	9
기타 영업현금흐름	-28	-33	-42	2	2
투자활동 현금흐름	-81	-133	-132	-126	-125
유형자산의 증가(CAPEX)	-81	-84	-86	-86	-82
유형자산의 감소	5	21	5	4	4
무형자산의 감소(증가)	0	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-9	-17	-32	-43	-28
기타	4	-48	-19	-2	-19
재무활동 현금흐름	-37	-40	-38	9	-9
차입금의 증가(감소)	-3	-2	1	-2	-2
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-34	-38	-39	11	-7
기타 및 조정	0	0	25	0	0
현금의 증가	-7	-25	-31	41	48
기초현금	177	170	145	114	156
기말현금	170	145	114	156	204

## 매수 (유지)

목표주가 32,000원  
현재가 (11/29) 23,550원

KOSPI (11/29)	2,512.90pt
시가총액	1,672십억원
발행주식수	71,268천주
액면가	5,000원
52주 최고가	27,150원
최저가	19,900원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	20.6%
배당수익률 (2017F)	3.6%

주주구성	
하이트진로홀딩스 외 13 인	53.82%
국민연금	6.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	-8%	-14%
절대기준	-13%	-2%	9%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	32,000	32,000	-
EPS(17)	1,301	1,301	-
EPS(18)	1,090	1,090	-

하이트진로 상대주가 (%)



## 하이트진로 (000080)

### 2018년, 필라이트를 잇는 신제품 출시 기대

#### 내년 매출액과 영업이익이 각각 3.2%, 62.2% 증가 전망

2018년 연결 매출액과 영업이익이 각각 1조 9,538억원(+3.2% yoy), 1,535억원(+62.2%yoy)로 추정된다. 올 초 구조조정 효과가 내년 상반기 기까지 이어짐에 따라 이익 개선이 뚜렷할 전망이다.

#### 구조조정 효과로 소주·맥주 수익성 큰 폭 개선 기대

내년 맥주 부문의 매출액은 7,842억원(+3.0% yoy), 영업이익은 1억원으로 전년 대비 흑자전환이 예상된다. 레귤러 맥주 판매량 감소세는 이어지겠지만, 필라이트와 수입맥주(유통) 판매 호조세로 소폭의 매출 성장이 가능할 전망이다. 또 구조조정 효과와 필라이트 생산에 따른 공장 가동률 상승으로 수익성 개선폭이 클 것으로 기대된다. 올해 연간 수입맥주 매출은 870억원으로 추정되며, 내년에는 1,250억원(+44.3% yoy)으로 전망된다. 이에 내년 맥주 전체 매출 중 수입맥주의 비중은 20.3%로 확대될 것으로 예상된다.

내년 소주 매출액과 영업이익은 각각 1조 499억원(+3.3% yoy), 1,516억원(+29.6% yoy)으로 전망된다. 서울에서 60% 후반대의 점유율이 유지되는 가운데, 부산, 경남, 충남 등 지방권 소주 판매 호조세가 이어질 것으로 예상된다.

#### 필라이트를 잇는 기타주류 신제품 출시될 가능성 적지 않아

2018년, 확대되는 수입맥주 시장에 편승하는 가운데도 맥주 본연의 경쟁에서 벗어나 새로운 제품을 출시하려는 시도를 이어갈 것으로 예상된다. 필라이트 성공 사례를 보듯이, 발포주 등 기타주류가 당장의 맥주 실적 개선에 도움이 될 뿐 아니라, 중장기 성장동력이자 돌파구가 될 수 있음이 어느정도 확인됐다고 판단된다. 동사가 2004년부터 일본에 제3맥주를 수출하고 있음을 감안하면 내년 필라이트를 잇는 ‘기타주류(발포주, 제3맥주 등)’의 출시 가능성도 적지 않아 보인다.

(단위:십억원배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,907	1,890	1,894	1,954	1,969
영업이익	134	124	95	153	157
세전이익	80	61	141	119	107
지배주주순이익	53	38	93	78	69
EPS(원)	747	538	1,301	1,090	969
증가율(%)	151.9	-28.0	141.7	-16.3	-11.1
영업이익률(%)	7.0	6.6	5.0	7.9	8.0
순이익률(%)	2.8	2.0	4.9	4.0	3.5
ROE(%)	4.0	2.9	7.1	5.8	5.1
PER	31.3	39.2	18.1	21.6	24.3
PBR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.3	10.0	12.0	9.4	9.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 31. 하이트진로 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>409.3</b>	<b>500.5</b>	<b>489.4</b>	<b>491.0</b>	<b>413.4</b>	<b>491.4</b>	<b>528.3</b>	<b>461.0</b>	<b>428.5</b>	<b>504.4</b>	<b>531.4</b>	<b>489.5</b>	<b>1,890.2</b>	<b>1,894.0</b>	<b>1,953.8</b>
맥주	132.2	200.6	229.6	204.2	140.2	200.0	233.1	188.3	145.3	206.2	231.2	201.4	766.7	761.6	784.2
소주	243.4	258.9	247.2	259.8	249.0	261.2	262.6	243.7	258.2	266.9	266.8	257.9	1,009.3	1,016.6	1,049.9
생수	15.1	17.9	20.3	15.7	15.1	18.7	19.4	16.0	15.3	19.4	19.8	16.4	69.0	69.2	71.0
기타	18.5	23.1	-7.7	11.3	9.1	11.4	13.2	13.1	9.6	11.8	13.6	13.8	45.2	46.7	48.8
<b>매출액 YoY</b>	<b>-5.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>-2.5%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>7.9%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>6.2%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>0.2%</b>	<b>3.2%</b>
맥주	-21.7%	-2.4%	0.3%	3.5%	6.1%	-0.3%	1.5%	-7.8%	3.6%	3.1%	-0.8%	7.0%	-4.2%	-0.7%	3.0%
소주	5.8%	10.1%	7.0%	-1.6%	2.3%	0.9%	6.3%	-6.2%	3.7%	2.2%	1.6%	5.8%	5.1%	0.7%	3.3%
생수	0.8%	-5.5%	5.1%	0.0%	-0.2%	4.7%	-4.5%	1.8%	1.9%	3.8%	2.3%	2.2%	0.1%	0.3%	2.6%
기타	9.0%	17.4%	-134%	-37.8%	-51.1%	-50.7%	271.0%	15.6%	6.3%	3.2%	3.0%	5.8%	-41.6%	3.3%	4.5%
<b>영업이익</b>	<b>27.2</b>	<b>27.6</b>	<b>27.7</b>	<b>41.5</b>	<b>-27.4</b>	<b>35.0</b>	<b>56.6</b>	<b>30.4</b>	<b>31.3</b>	<b>36.3</b>	<b>46.2</b>	<b>39.6</b>	<b>124.0</b>	<b>94.6</b>	<b>153.5</b>
맥주	-11.6	-13.5	3.0	0.5	-34.4	-9.1	16.5	1.1	-7.3	-6.4	10.4	4.0	-21.7	-25.8	0.8
소주	36.7	40.6	23.9	39.0	6.3	43.8	38.6	28.3	39.5	42.7	31.2	38.2	140.3	117.0	151.6
생수	0.0	-0.5	1.7	-0.3	-0.2	0.0	0.5	0.3	0.2	0.1	0.4	0.3	1.0	0.6	1.0
기타	3.5	2.5	-0.3	2.3	0.2	1.8	1.9	2.6	0.5	1.2	1.4	1.4	8.0	6.5	4.4
조정및제거	-1.3	-1.6	-0.6	0.0	0.7	-1.6	-0.9	-1.9	-1.6	-1.3	2.9	-4.3	-3.5	-3.6	-4.2
<b>영업이익 YoY</b>	<b>3.6%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>-42.5%</b>	<b>32.0%</b>	<b>적전</b>	<b>26.7%</b>	<b>103.9%</b>	<b>-26.6%</b>	<b>흑전</b>	<b>3.8%</b>	<b>-18.3%</b>	<b>30.3%</b>	<b>-7.4%</b>	<b>-23.7%</b>	<b>62.2%</b>
맥주	적지	적지	-80.3%	흑전	적지	적지	444.3%	148.6%	적지	적지	-36.9%	256.7%	적지	적지	흑전
소주	22.7%	14.0%	-13.2%	8.6%	-82.7%	7.7%	61.3%	-27.5%	523.7%	-2.4%	-19.1%	35.0%	8.7%	-16.6%	29.6%
생수	-82.0%	적전	6.8%	적전	적전	흑전	-71.8%	흑전	흑전	94.5%	-19.6%	2.2%	-70.0%	-36.1%	52.2%
기타	44.2%	78.4%	적전	-14.9%	-95.3%	-29.0%	흑전	13.3%	194.1%	-35.0%	-28.7%	-47.1%	-27.5%	-18.7%	-32.2%
<b>영업이익률(%)</b>	<b>6.6</b>	<b>5.5</b>	<b>5.7</b>	<b>8.4</b>	<b>-6.6</b>	<b>7.1</b>	<b>10.7</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>7.2</b>	<b>8.7</b>	<b>8.1</b>	<b>6.6</b>	<b>5.0</b>	<b>7.9</b>
맥주	-8.8	-6.7	1.3	0.2	-24.5	-4.5	7.1	0.6	-5.0	-3.1	4.5	2.0	-2.8	-3.4	0.1
소주	15.1	15.7	9.7	15.0	2.5	16.8	14.7	11.6	15.3	16.0	11.7	14.8	13.9	11.5	14.4
생수	0.0	-2.6	8.6	-1.9	-1.5	0.2	2.5	2.0	1.0	0.4	2.0	2.0	1.4	0.9	1.3
기타	18.8	11.0	4.5	20.4	1.8	15.9	14.5	20.0	5.0	10.0	10.0	10.0	17.6	13.9	9.0

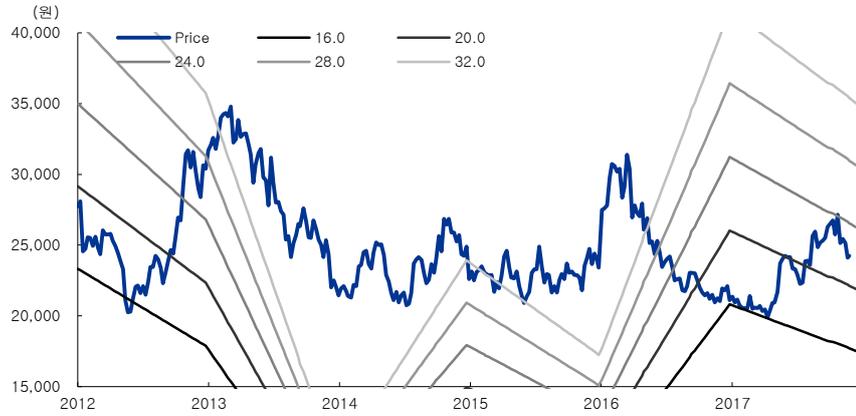
자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

표 32. 하이트진로 목표주가 산출

(1) PER Valuation		(2) PBR Valuation		(3) EV/EBITDA Valuation	
지배주주순이익 (2018E)	776 억원	Target PBR	1.3 배	EBITDA (2018E)	2,626 억원
Target PER	38.4 배	예상 BPS (2018E)	18,935 원	Target Multiple	10.6 배
목표 시가총액	29,839 억원	<b>적정주가</b>	<b>24,687 원</b>	목표 EV	27,918 억원
주식수	70,134 천주	현재주가	23,550 원	(-) Net Debt	8,099 억원
<b>적정주가</b>	<b>42,546 원</b>	상승여력	4.8 %	(+) Investment Securities	546 억원
현재주가	23,550 원			(-) Minority Interest	9 억원
상승여력	80.7 %			목표 시가총액	20,356 억원
				주식수	70,134 천주
				<b>적정주가</b>	<b>29,024 원</b>
				현재주가	23,550 원
				상승여력	23.2 %
PER (과거 2년평균)		PBR (과거 2년평균)		EV/EBITDA (과거 2년평균)	
최고치	46.6 배	최고치	1.6 배	최고치	11.9 배
최저치	32.4 배	최저치	1.1 배	최저치	9.7 배
<b>평균치</b>	<b>38.4 배</b>	<b>평균치</b>	<b>1.3 배</b>	<b>평균치</b>	<b>10.6 배</b>
				* 3개 방법 평균	
				PER	42,546 원
				PBR	24,687 원
				EV/EBITDA	29,024 원
				<b>적정주가</b>	<b>32,086 원</b>
				<b>목표주가</b>	<b>32,000 원</b>
				현재주가	23,550 원
				상승여력	35.9 %

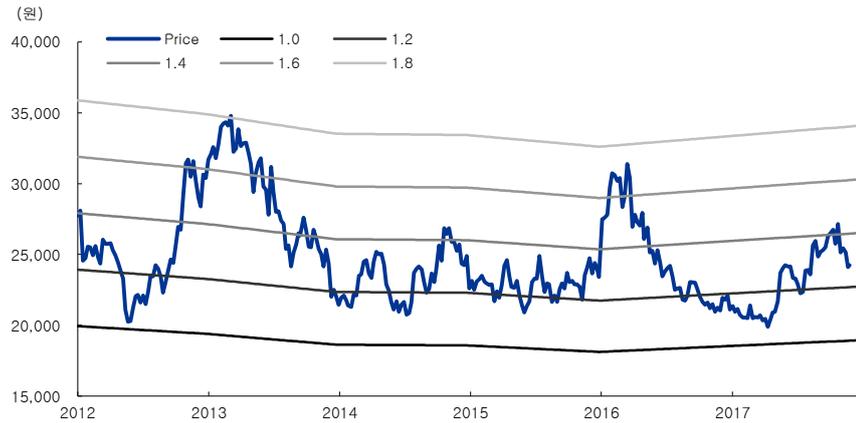
자료: IBK투자증권 리서치센터

그림 152. 하이트진로 Fwd PER 밴드차트



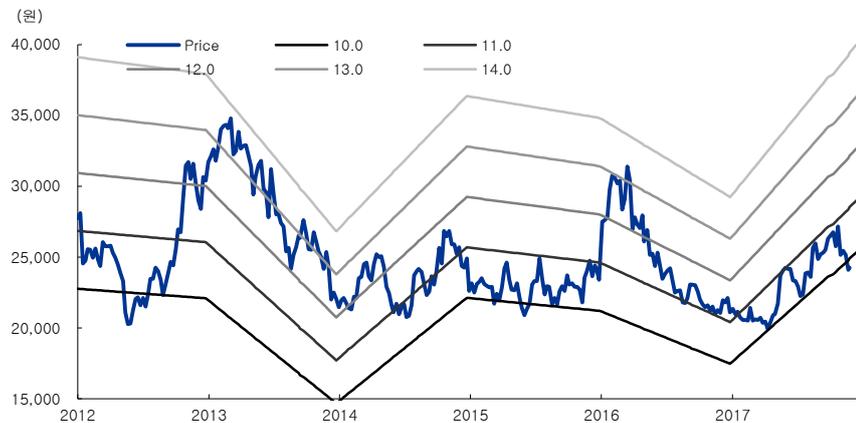
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 153. 하이트진로 Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 154. 하이트진로 Fwd EV/EBITDA 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

### 국내 주류업체의 수입맥주 사업 확대 이어질 듯

올해 맥주 총 수입액은 전년 대비 43.2% 증가한 2억 5,999만 달러로 예상된다. 2007년 이래로 가장 높은 성장률을 나타낼 전망이다. 실제로 대형마트 이마트의 수입맥주 매출 비중은 올해 상반기 기준 51.2%를 기록, 절반을 넘어섰다. 2011년 수입맥주 비중이 17.4%였음을 고려하면 짧은 기간내에 매출 비중이 가파르게 상승했다. 또 편의점 GS리테일에서도 작년 말 46.7%였던 수입 맥주 매출 비중이 올해(1~10월), 55.5%로 크게 확대됐다.

이러한 수입맥주 수요 증가세와 맞물려 국내 주류업체의 수입맥주 사업 확대는 내년에도 이어질 것으로 전망된다.

그림 155. 연간 맥주 수입 추이

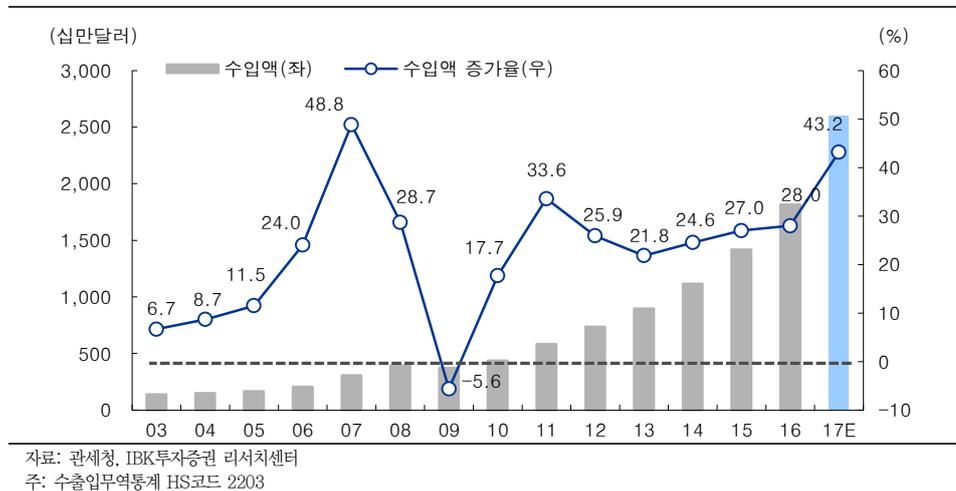
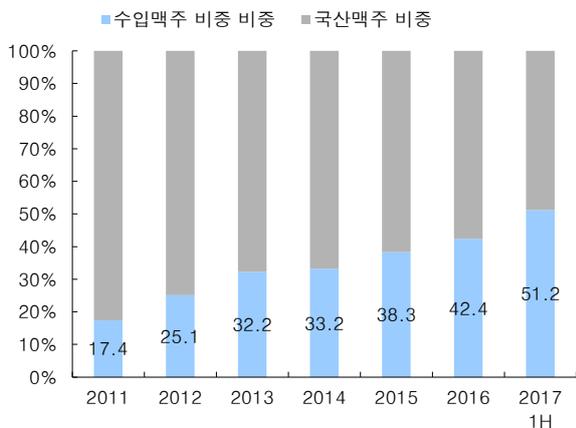
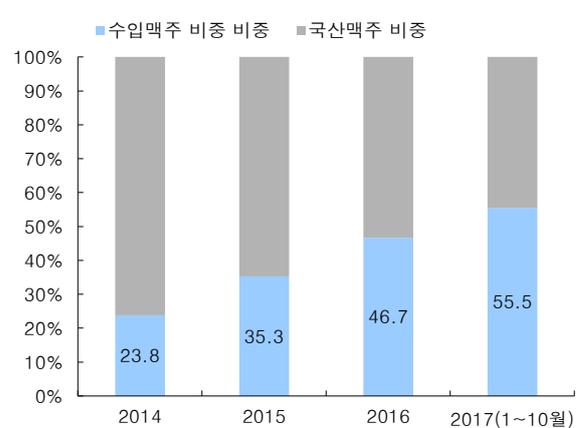


그림 156. 이마트의 수입맥주 매출 비중



자료: 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

그림 157. GS리테일의 수입맥주 매출 비중



자료: 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

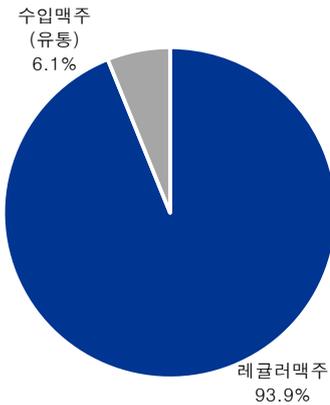
**내년 맥주 부문 매출 중 수입맥주 비중이 20.3%로 확대될 듯**

동사는 기린 이치방 크로넨버그 등을 유통·판매하고 있다. 지난 9월에는 기린사의 프리미엄 크래프트 맥주 그랜드 기린 2종을 출시하며 라인업을 강화하고 있다.

동사의 수입맥주(유통) 매출이 374억원(+93% yoy)을 기록한데 이어, 3분기는 263억원(+86% yoy)을 기록하며 높은 성장세를 나타내고 있다. 이에 맥주 매출 중 수입맥주의 비중(3Q17 기준)은 11.3%(5.2%p yoy)로 확대됐다.

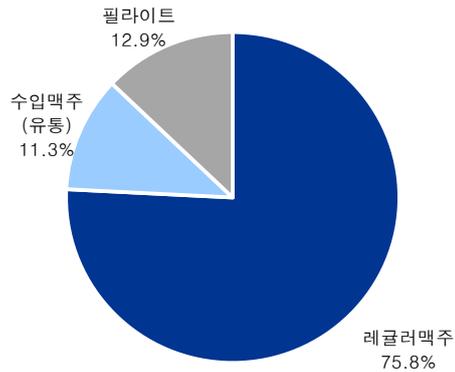
올해 연간 수입맥주 매출은 870억원으로 추정되며, 내년에는 1,250억원(+44.3% yoy)으로 전망된다. 이에 내년 맥주 전체 매출 중 수입맥주의 비중은 20.3%로 확대될 것으로 예상된다. 레귤러맥주 매출이 감소하는 가운데, 수입맥주의 판매가 크게 늘고 있어 수입맥주 유통 확대에 보다 주력할 것으로 예상된다.

그림 158. 맥주 부문 매출 구성 (3Q16)



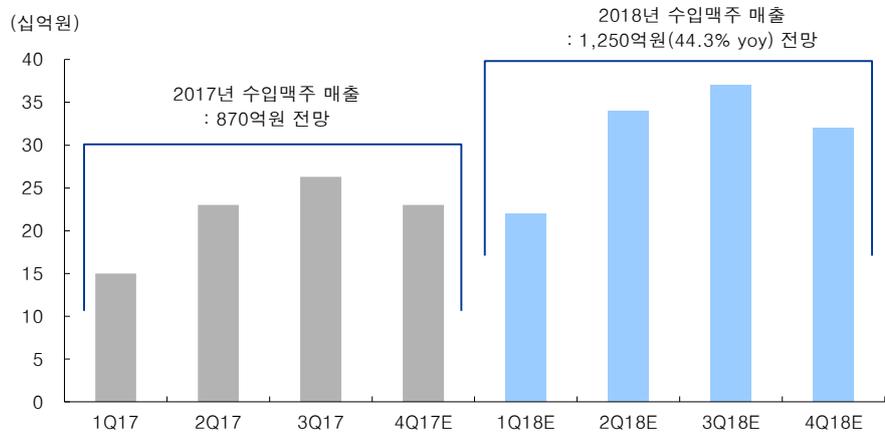
자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

그림 159. 맥주 부문 매출 구성 (3Q17)



자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

그림 160. 하이트진로 수입맥주 매출 추이 및 전망



자료: 하이트진로, IBK투자증권 리서치센터

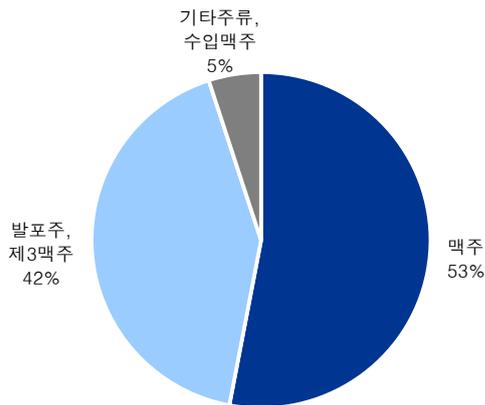
**신규 수요 창출 위한 발포주, 제3맥주 등 기타주류 신제품 출시 늘 듯**

국내 맥주업체들은 확대되는 수입맥주 시장에 편승하는 가운데도 맥주 본연의 경쟁에서 벗어나 새로운 제품을 출시하려는 시도를 이어갈 것으로 예상된다. 하이트진로의 필라이트 성공 사례를 보듯이, 발포주 등 기타주류가 국내 맥주업체들에게 중장기 성장동력이자 돌파구가 될 수 있음이 어느정도 확인됐기 때문이다.

작년 기준 일본의 맥주 시장에서 발포주와 제3맥주의 비중은 45% 수준으로 파악된다. 일본에 발포주가 1995년 첫 출시됐고, 국내는 이제 막 시장이 개화했음을 고려하면 당장에 일본과 같이 발포주 시장이 크게 확대될 것이라고 단정짓기에는 무리가 있다. 하지만 필라이트의 성공은 장기 저성장 국면에서 가성비가 발포주 곧 성장의 원동력으로 작용했던 일본의 사례와 매우 유사하다.

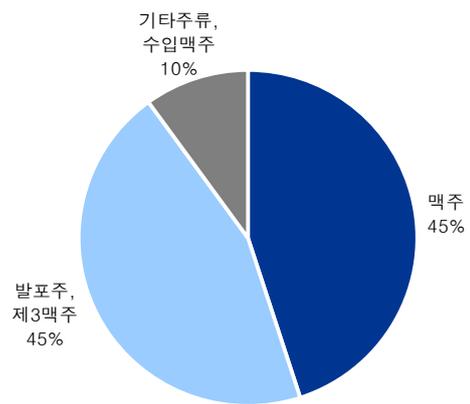
동사가 2004년부터 일본에 제3맥주를 수출하고 있음을 감안하면 내년, 필라이트를 잇는 제3맥주를 출시할 가능성이 적지 않아보인다.

그림 161. 일본 맥주 시장 품목별 비중 (2006년)



자료: 일본 후지경제, IBK투자증권 리서치센터

그림 162. 일본 맥주 시장 품목별 비중 (2016년)



자료: 일본 후지경제, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,907	1,890	1,894	1,954	1,969
증가율(%)	1.9	-0.9	0.2	3.2	0.8
매출원가	1,087	1,066	1,086	1,107	1,116
매출총이익	820	824	808	847	853
매출총이익률 (%)	43.0	43.6	42.6	43.4	43.3
판매비	686	700	713	694	696
판매비율(%)	36.0	37.0	37.7	35.5	35.3
영업이익	134	124	95	153	157
증가율(%)	43.0	-7.4	-23.7	62.2	2.4
영업이익률(%)	7.0	6.6	5.0	7.9	8.0
순금융손익	-43	-40	-41	-39	-37
이자손익	-45	-40	-40	-38	-37
기타	1	0	-1	0	-1
기타영업외손익	-11	-23	88	4	-13
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	80	61	141	119	107
법인세	26	23	48	41	38
법인세율	33.1	37.2	34.3	34.4	35.2
계속사업이익	53	38	93	78	69
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	38	93	78	69
증가율(%)	151.1	-27.9	141.7	-16.3	-11.1
당기순이익률 (%)	2.8	2.0	4.9	4.0	3.5
지배주주당기순이익	53	38	93	78	69
기타포괄이익	13	-2	0	14	22
총포괄이익	66	37	92	92	91
EBITDA	254	243	210	263	266
증가율(%)	17.3	-4.4	-13.6	25.4	1.1
EBITDA마진율(%)	13.3	12.8	11.1	13.5	13.5

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	747	538	1,301	1,090	969
BPS	18,579	18,118	18,535	18,943	19,335
DPS	1,000	900	900	900	900
밸류에이션(배)					
PER	31.3	39.2	18.1	21.6	24.3
PBR	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	10.3	10.0	12.0	9.4	9.2
성장성지표(%)					
매출증가율	1.9	-0.9	0.2	3.2	0.8
EPS증가율	151.9	-28.0	141.7	-16.3	-11.1
수익성지표(%)					
배당수익률	4.3	4.3	3.6	3.6	3.6
ROE	4.0	2.9	7.1	5.8	5.1
ROA	1.6	1.1	2.8	2.4	2.1
ROIC	2.2	1.7	4.1	3.5	3.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	161.2	163.3	145.8	145.2	142.1
순차입금 비율(%)	72.7	70.9	64.6	60.0	56.4
이자보상배율(배)	2.9	3.0	2.3	3.9	4.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.8	3.7	4.0	4.4	4.3
재고자산회전율	13.9	14.1	14.8	15.2	14.8
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	852	968	740	820	863
현금및현금성자산	158	159	119	160	198
유가증권	1	15	16	17	17
매출채권	519	508	428	454	458
재고자산	138	130	125	133	134
비유동자산	2,609	2,443	2,509	2,492	2,475
유형자산	2,241	2,104	2,176	2,158	2,145
무형자산	213	205	199	193	188
투자자산	55	56	53	57	57
자산총계	3,460	3,401	3,249	3,312	3,338
유동부채	1,436	1,410	1,350	1,377	1,382
매입채무및기타채무	156	138	138	147	148
단기차입금	453	466	452	480	483
유동성장기부채	200	180	170	146	150
비유동부채	700	699	577	585	578
사채	469	444	367	363	359
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,136	2,109	1,927	1,961	1,959
지배주주지분	1,324	1,291	1,321	1,350	1,378
자본금	369	369	369	369	369
자본잉여금	709	709	709	709	709
자본조정등	-94	-94	-94	-94	-94
기타포괄이익누계액	4	13	13	27	49
이익잉여금	336	294	324	339	345
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	1,325	1,292	1,322	1,351	1,379
비이자부채	1,014	1,019	939	973	966
총차입금	1,122	1,090	989	988	993
순차입금	963	916	854	811	778

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	304	185	150	165	192
당기순이익	53	38	93	78	69
비현금성 비용 및 수익	239	231	157	145	159
유형자산감가상각비	110	110	108	102	102
무형자산상각비	10	9	7	7	7
운전자본변동	54	-41	-51	-20	-3
매출채권등의 감소	-12	30	72	-26	-4
재고자산의 감소	-2	7	5	-8	-1
매입채무등의 증가	54	-18	1	9	1
기타 영업현금흐름	-43	-44	-49	-37	-34
투자활동 현금흐름	-78	-86	-7	-97	-92
유형자산의 증가(CAPEX)	-118	-124	-104	-127	-128
유형자산의 감소	30	43	3	43	39
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	10	6	0	-4	-1
기타	1	-10	95	-8	-1
재무활동 현금흐름	-123	-102	-181	-30	-67
차입금의 증가(감소)	119	154	-38	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-243	-257	-143	-30	-67
기타 및 조정	2	4	-1	2	6
현금의 증가	104	0	-40	41	38
기초현금	54	158	159	119	160
기말현금	158	159	119	160	198

## 매수 (유지)

목표주가 140,000원  
현재가 (11/29) 124,000원

KOSPI (11/29)	2,512.90pt
시가총액	17,024십억원
발행주식수	137,292천주
액면가	5,000원
52주 최고가	125,000원
최저가	95,500원
60일 일평균거래대금	39십억원
외국인 지분율	53.3%
배당수익률 (2017F)	3.1%

주주구성	
국민연금	9.09%
중소기업은행	6.93%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	15%	7%	-8%
절대기준	16%	14%	17%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	140,000	140,000	-
EPS(17)	8,691	8,703	▼
EPS(18)	9,628	9,644	▼

KT&G 상대주가 (%)



## KT&G (033780)

### 퀄런형 전자담배 시장 확대의 수혜 전망

#### 내년 연결 매출액과 영업이익이 각각 8.6%, 9.7% 증가전망

2018년 연결 매출액과 영업이익이 각각 5조 2,439억원(+8.6% yoy), 1조 6,699억원(+9.7% yoy)로 전망된다.

#### 향후 릴보다는 핏 판매량 증가 여부가 중요

이미 국내 퀄런형 전자담배 시장의 패권을 쥐고 있는 아이코스과 호환이 가능하다는 점에서 핏(전용담배) 판매량은 점차 증가할 것으로 예상된다. 동사가 최초로 퀄런형 전자담배 스틱에 가향 캡슐을 적용한 점이 기존 아이코스 유저들에게 유인으로 작용할 여지가 높아 보이기 때문이다.

따라서 PMI 아이코스의 선점 영향으로 내년 릴 판매가 크게 늘지 않더라도 릴 유통 및 판매·관리(A/S)에 대한 부담을 덜고 핏 판매에 주력할 수 있어 KT&G는 퀄런형 전자담배 시장 확대의 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상된다. 릴보다는 핏 판매량 증가 여부가 중요하다는 의견이다.

#### 내년에도 KGC인삼공사의 양호한 실적 이어질 듯

내년 KGC인삼공사의 매출액은 1조 3,600억원(+13.1% yoy), 영업이익은 2,220억원(+12.6% yoy)으로 전망된다. 홈쇼핑, 온라인 채널 중심으로 에브리타임, 화애락 등 고부가 제품군의 판매 호조세가 이어질 것으로 기대된다. 또 금한령이 완화되면서 면세점 매출도 회복될 전망이다.

#### 투자의견 '매수', 목표주가 140,000원 유지

투자의견 '매수', 목표주가 140,000원을 유지한다. 후발주자의 불리함이 있지만, 동사가 강점을 지닌 유통망(영업력)과 시장 지배력을 바탕으로 퀄런형 전자담배 시장에서 경쟁사와의 서서히 격차를 좁혀 나갈 것으로 기대된다. 또 내년에도 담배 수출 성장이 지속될 것으로 예상되고, 건강 기능식품 시장 확대에 따른 홍삼 수요 증가 기대감도 유효하다.

(단위: 십억원,배)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,830	5,244	5,721
영업이익	1,366	1,470	1,523	1,670	1,807
세전이익	1,414	1,588	1,581	1,703	1,823
지배주주순이익	1,036	1,231	1,193	1,322	1,416
EPS(원)	7,544	8,968	8,691	9,628	10,312
증가율(%)	25.4	18.9	-3.1	10.8	7.1
영업이익률(%)	32.8	32.6	31.5	31.8	31.6
순이익률(%)	24.8	27.2	24.6	25.1	24.7
ROE(%)	17.5	18.6	16.1	16.1	15.6
PER	13.9	11.3	14.3	12.9	12.0
PBR	2.3	2.0	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.5	7.1	8.8	7.7	6.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

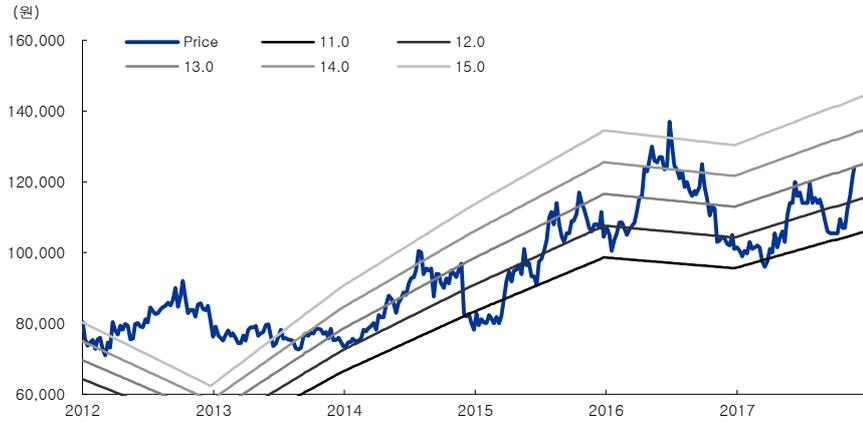
표 33. KT&G 실적추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>10,913</b>	<b>10,881</b>	<b>12,202</b>	<b>11,036</b>	<b>11,787</b>	<b>11,617</b>	<b>12,789</b>	<b>12,107</b>	<b>12,580</b>	<b>12,519</b>	<b>14,013</b>	<b>13,326</b>	<b>45,033</b>	<b>48,301</b>	<b>52,439</b>
KT&G(별도)	7,012	7,455	7,538	7,676	7,260	8,013	7,895	8,347	7,589	8,478	8,378	9,129	29,681	31,515	33,574
담배	6,562	6,615	6,950	6,575	6,628	6,934	7,133	6,968	6,893	7,209	7,456	7,388	26,702	27,663	28,946
-내수	4,240	4,678	4,983	4,493	4,262	4,646	5,072	4,551	4,283	4,679	5,123	4,592	18,394	18,531	18,677
-해외	2,322	1,937	1,968	2,083	2,366	2,288	2,061	2,416	2,610	2,531	2,333	2,796	8,310	9,131	10,269
기타(부동산 등)	450	840	587	1,101	632	1,079	762	1,380	696	1,269	922	1,741	2,978	3,853	4,628
KGC	2,956	2,535	3,454	2,130	3,418	2,542	3,672	2,392	3,791	2,862	4,263	2,684	11,075	12,024	13,600
기타 자회사	945	891	1,210	1,230	1,109	1,062	1,222	1,368	1,200	1,179	1,372	1,513	4,276	4,762	5,265
<b>매출액 yoy(%)</b>	<b>-4.0</b>	<b>5.4</b>	<b>7.6</b>	<b>27.3</b>	<b>8.0</b>	<b>6.8</b>	<b>4.8</b>	<b>9.7</b>	<b>6.7</b>	<b>7.8</b>	<b>9.6</b>	<b>10.1</b>	<b>8.0</b>	<b>7.3</b>	<b>8.6</b>
KT&G(별도)	-8.9	10.2	7.3	14.1	3.5	7.5	4.7	8.7	4.5	5.8	6.1	9.4	5.2	6.2	6.5
담배	-6.9	4.9	4.7	8.1	1.0	4.8	2.6	6.0	4.0	4.0	4.5	6.0	2.4	3.6	4.6
-내수	-25.5	4.3	4.8	3.7	0.5	-0.7	1.8	1.3	0.5	0.7	1.0	0.9	-4.5	0.7	0.8
-해외	70.9	6.6	4.6	19.0	1.9	18.1	4.7	16.0	10.3	10.6	13.2	15.7	22.0	9.9	12.5
기타(부동산 등)	-30.3	83.0	49.7	71.2	40.4	28.5	29.8	25.3	10.2	17.6	21.0	26.2	39.2	29.4	20.1
KGC	23.7	18.1	21.9	17.8	15.6	0.3	6.3	12.3	10.9	12.6	16.1	12.2	20.7	8.6	13.1
기타 자회사	-26.3	-36.8	-18.4	841.1	17.4	19.2	1.0	11.2	8.2	11.0	12.3	10.6	-0.7	11.4	10.6
<b>매출비중(%)</b>															
KT&G(별도)	64.3	68.5	61.8	69.6	61.6	69.0	61.7	68.9	60.3	67.7	59.8	68.5	65.9	65.2	64.0
KGC	27.1	23.3	28.3	19.3	29.0	21.9	28.7	19.8	30.1	22.9	30.4	20.1	24.6	24.9	25.9
기타 자회사	8.7	8.2	9.9	11.1	9.4	9.1	9.6	11.3	9.5	9.4	9.8	11.4	9.5	9.9	10.0
<b>영업이익</b>	<b>3,930</b>	<b>3,459</b>	<b>4,263</b>	<b>3,049</b>	<b>3,955</b>	<b>3,865</b>	<b>4,217</b>	<b>3,192</b>	<b>4,159</b>	<b>4,227</b>	<b>4,583</b>	<b>3,729</b>	<b>14,701</b>	<b>15,229</b>	<b>16,699</b>
KT&G(별도)	3,274	3,227	3,492	3,057	3,199	3,431	3,385	3,114	3,309	3,696	3,661	3,633	13,050	13,129	14,300
KGC	689	351	685	22	792	386	770	24	887	464	840	30	1,747	1,972	2,220
기타 자회사	-34	-119	86	-30	-35	48	62	55	-37	67	82	67	-96	129	179
<b>영업이익률(%)</b>	<b>36.0</b>	<b>31.8</b>	<b>34.9</b>	<b>27.6</b>	<b>33.5</b>	<b>33.3</b>	<b>33.0</b>	<b>26.4</b>	<b>33.1</b>	<b>33.8</b>	<b>32.7</b>	<b>28.0</b>	<b>32.6</b>	<b>31.5</b>	<b>31.8</b>
KT&G(별도)	46.7	43.3	46.3	39.8	44.1	42.8	42.9	37.3	43.6	43.6	43.7	39.8	44.0	41.7	42.6
KGC	23.3	13.8	19.8	1.0	23.2	15.2	21.0	1.0	23.4	16.2	19.7	1.1	15.8	16.4	16.3
기타 자회사	-3.6	-13.4	7.1	-2.4	-3.2	4.5	5.1	4.0	-3.1	5.7	6.0	4.4	-2.3	2.7	3.4

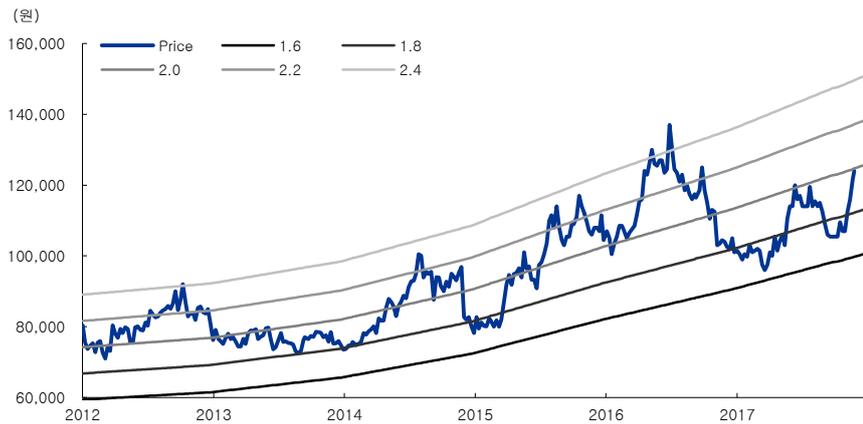
자료: KT&G, IBK투자증권 리서치센터

그림 163. KT&G Fwd PER 밴드차트



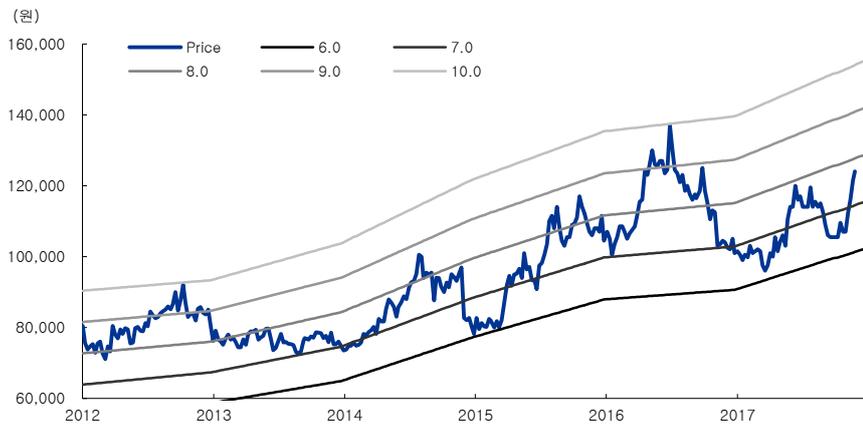
자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 164. KT&G Fwd PBR 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

그림 165. KT&G Fwd EV/EBITDA 밴드차트



자료: Wisefn, IBK투자증권 리서치센터

### 내년 궐련형 전자담배 시장 본격적으로 확대 전망

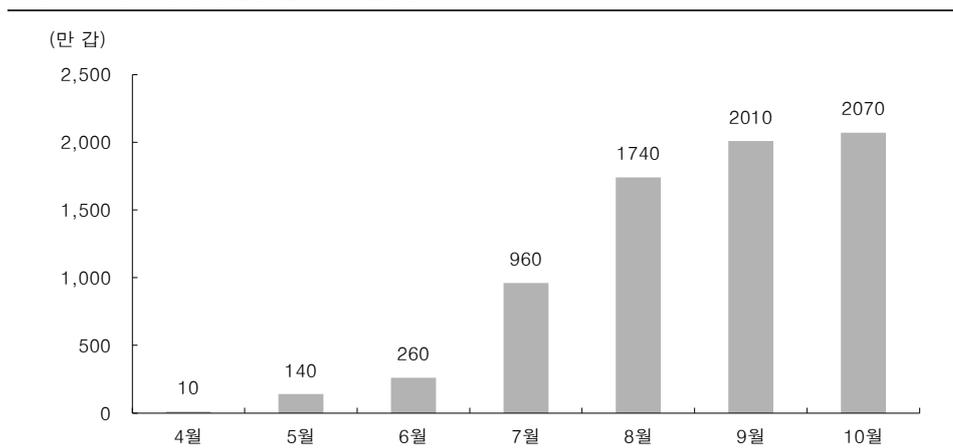
기획재정부에 따르면 궐련형 전자담배 반출량이 올해 4월 10만 갑에서 10월 기준 2,070만 갑으로 크게 증가했다. 궐련형 전자담배는 지난 6월 필립모리스의 아이코스 가 공식 출시되면서 국내 담배 시장의 새로운 패러다임으로 떠올랐다. 이후 8월 BAT의 글로가 출시되고, 11월 KT&G에서도 릴을 출시하면서 내년 경쟁이 심화될 것으로 예상되는 가운데, 궐련형 전자담배 시장이 본격적으로 확대될 전망이다. 다만 유해성에 대해서는 여전히 논란이 많은 상황에서 향후 식품의약품안전처 등 공신력있는 국내외 기관의 유해성 결과가 중장기 시장 성장의 변수로 작용할 여지는 있어보인다.

표 34. 궐련형 전자담배 3사 비교

제조사	필립모리스	BAT	KT&G
제품명	아이코스(IQOS)	글로(glo)	릴(ℓ)
공식 출시일	2017. 06. 05	2017. 08. 13	2017. 11. 20
정상가	120,000원	90,000원	95,000원
할인가	97,000원	70,000원	68,000원
전용담배명	히츠(HEETS)	던힐 네오스틱(NEOstiks)	핏(ℓ)
전용담배 가격	4,300원	4,300원	4,300원
전용담배 종류	4종	3종	2종
기기 형태	충전기기 분리형	기가스틱 분리형	기가스틱 일체형
충전 및 흡연 성능	1개비 흡면이후 본체에 넣어 스틱 충전	본체 완충(2~4시간)시 20~30개비 연속 흡연	완충(2시간)시 20개비 연속 흡연
예열 시간	10초	40초	15초
1회 흡연 시간	6분(14모금)	3분 30초(모금 제한없음)	4분 20초(모금 제한없음)
무게	139g	101g	90g

자료: 각사, 국내언론, IBK투자증권 리서치센터

그림 166. 올해 월별 궐련형 전자담배 반출량 추이



자료: 기획재정부, IBK투자증권 리서치센터

주: 반출량은 담배 제조사 및 판매사가 담배 판매를 위해 제조장이나 보세구역 밖으로 내놓은 물량

### 꺼련형 전자담배 세금 인상 가능성은 낮아

국회에서 꺼련형 전자담배의 개별소비세를 일반담배의 90%까지 인상하는 법안이 통과됐다. 이에 건강증진부담금 등 여타 세금도 일반 담배의 90% 수준까지 올라갈 전망이다. 꺼련형 전자담배 세금이 현행 1,739원에서 2,986원으로 1,247원 오르는 셈이다.

세금이 오르는 만큼 꺼련형 전자담배 가격을 올린다면 일반 담배 가격보다 오히려 1,000원 더 비싼 5,500원 수준이 된다. 필립모리스가 일반 담배보다 200원 더 낮게 히츠를 출시해 꺼련형 전자담배 판매량 확대에 주력했음을 상기하면 일반 담배 가격을 상회하는 수준까지 가격을 인상하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 더욱이 KT&G가 가격인상에 동참하지 않는다면 그간 선두 업체로서 확보했던 시장점유율의 하락으로 이어질 우려가 크다.

또 KT&G입장에서도 꺼련형 전자담배 시장에서 이미 필립모리스와의 시장 격차가 큰 만큼 먼저 가격인상에 나설 가능성은 적어보인다. 이에 세금 인상이 꺼련형 전자담배 가격 인상으로 이어질 가능성은 크지 않다고 판단되며, 만약 올리더라도 일반담배 가격(4,500원) 수준에 그칠 것으로 예상된다.

표 35. 국내 일반담배와 꺼련형 전자담배 세금 비교

(단위: 원)

구분	꺼련형 전자담배 (세금인상전)	꺼련형 전자담배 (세금인상후)	일반담배
담배소비세	528	897	1,007
지방교육세	232.3	395	443
국민건강증진기금	438	750	841
개별소비세	126	529	594
폐기물부담금	24.4	24	24.4
연초안정화기금	-	-	5
부가가치세	391	391	409
세금 합계	1,739.7	2,986	3,323.4

자료: 국내연론, IBK투자증권 리서치센터

### 이슈 정리

표 36. 결련형 전자담배 관련 이슈 정리

월	일	카워드	내용
5월	27일	아이코스	아이코스 스토어(광화문, 가로수길) 2곳에서 하루 400개 사전 한정 판매
6월	5일	아이코스	국내 공식 출시(서울 CU편의점, 이마트 일렉트로마트 유통)
	16일	세금	김광림 자유한국당 의원 등 10인이 결련형 전자담배에 대해 개별소비세법 등 일반담배와 동일한 세율을 부과하는 법안 발의
7월	13일	아이코스	서울 전역 미니스톱에서 판매 개시
	15일	아이코스	부산에 전용스토어 오픈(해운대 센텀시티)
	20일	아이코스	부산 신세계 센텀시티몰에 전용 판매장과 서비스센터 오픈
	20일	아이코스	대구 공식 출시(대구 신세계 백화점 일렉트로마트)
	22일	아이코스	서울 세븐일레븐 1,900여점에서 아이코스 판매
	24일	아이코스	수도권 이마트24(구 위드미) 약 300개 점포에서 판매 개시
	27일	아이코스	대구 전역 CU에서 판매 개시
	27일	아이코스	부산 지역 CU에서 판매 개시
	27일	아이코스	일산, 분당 편의점 판매 개시
8월	13일	글로	서울 공식 출시(플래그십 스토어 가로수길점 판매)
	14일	아이코스	광주 이마트 출시
	17일	아이코스	울산 일부 편의점 판매 개시
	22일	세금	국회 기획재정부 조세조정소위원회에서 결련형 전자담배에 대해 개소세를 부과하는 개별소비세법 개정안 통과
	23일	세금	기획재정부위원장이 논의가 더 필요하다며 전체회의에 법안 상정 유보
	26일	글로	홍대 플래그십 스토어 오픈
	28일	세금	국회 기획재정부위원회 전체회의에서 결련형 전자담배 세금인상 방안이 재 논의됐지만 합의에 이르지 못함
9월	8일	아이코스	신라면세점 인천공항점에서 면세점 중 단독 판매
	13일	글로	서울지역 내 2,600개 GS25에서 판매 개시
	21일	세금	8월 28일에 이어 결련형 전자담배 세금 인상안(=개별소비세 일부개정법률안) 처리 무산
10월	12일	세금	국회 기획재정부위원회가 결련형 전자담배에 부과하는 세금을 일반 담배의 90% 수준으로 올리기로 잠정 합의
	20일	세금	기재위, 결련형 전자담배의 개별소비세를 일반담배의 90%로 인상안 의결
	23일	글로	서울지역 GS25에 이어 CU와 세븐일레븐으로 판매처 확대
	30일	글로	부산, 대구, 대전 지역의 1,500여개 GS25로 판매 확대
11월	7일	릴	KT&G가 공식 기자 간담회를 열고 결련형 전자담배 릴(본체)과 핏(스틱) 첫 공개
	9일	세금	결련형 전자담배 세율 인상안(개별소비세법 일부개정법률안)이 국회 본회의 통과
	13일	릴	서울 지역 일부 GS25에서 시범 판매 개시
	20일	릴	서울 전역 GS25에서 공식 판매 개시

자료: 아이코스 고객센터, KT&G, 국내언론, 이마트 등 판매처, IBK투자증권 리서치센터

## KT&G, 후발주자의 패널티 극복할까?

11월 20일 공식 출시한 릴의 판매량이 출시 5일만인 24일 기준으로 초도물량 2만대를 넘어섰다. 높은 수요는 앞서 출시된 아이코스와 글로의 장점을 채택해 제작된 만큼, 후발주자의 패널티에도 불구하고 제품 경쟁력이 뒤쳐지지 않기 때문으로 해석된다.

아이코스와 릴의 출시일 격차는 약 반 년이다. 담배의 특성상 매일 수시로 피우고, 아이코스가 그간 판매 유통망을 지속 확대해왔음을 고려하면 애초에 궤련형 전자담배에 대해 구매 니즈가 있던 상당수의 흡연자는 KT&G가 부재했던 지난 6개월 내 이미 아이코스를 구매했을 가능성이 높다. 후발주자인 BAT 글로 판매량이 아이코스 대비 현저히 낮은 이유도 아이코스와의 출시일 격차와 무관하지는 않을 것으로 판단된다.

이에 릴 초도물량을 구매한 사람이 이미 아이코스나 글로 기보유자일 가능성도 높아 보인다. 즉 신제품 출시 효과가 사라지고 중복 구매 수요가 감소하면 릴 판매가 예상보다 빠르게 둔화될 가능성도 있다는 의견이다.

하지만 국내 이미 궤련형 전자담배 시장의 패권을 쥐고 있는 아이코스와 호환이 가능하다는 점에서 핏(전용담배) 판매량은 점차 증가할 것으로 예상된다. 동사가 최초로 궤련형 전자담배 스틱에 가향 캡슐을 적용한 점이 기존 아이코스 유저들에게 유인으로 작용할 여지가 높아 보이기 때문이다.

따라서 내년 릴 판매가 크게 늘지 않더라도 릴 유통 및 판매·관리(A/S)에 대한 부담을 덜고 핏 판매에 주력할 수 있어 KT&G는 궤련형 전자담배 시장 확대의 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상된다. 릴보다는 핏 판매량 증가 여부가 중요하다는 의견이다.

그림 167. KT&G의 궤련형 전자담배 디바이스 ‘릴(ili)’과 전용담배 ‘핏(fiit)’



자료: KT&G, IBK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	4,170	4,503	4,830	5,244	5,721
증가율(%)	1.4	8.0	7.3	8.6	9.1
매출원가	1,631	1,797	1,974	2,122	2,316
매출총이익	2,539	2,707	2,856	3,122	3,406
매출총이익률 (%)	60.9	60.1	59.1	59.5	59.5
판매비	1,173	1,236	1,333	1,452	1,598
판매비율(%)	28.1	27.5	27.6	27.7	27.9
영업이익	1,366	1,470	1,523	1,670	1,807
증가율(%)	16.6	7.6	3.6	9.7	8.2
영업이익률(%)	32.8	32.6	31.5	31.8	31.6
순금융손익	75	53	53	58	72
이자손익	24	31	41	44	56
기타	50	21	13	13	16
기타영업외손익	-41	63	-6	-31	-59
중속/관계기업손익	15	2	10	7	3
세전이익	1,414	1,588	1,581	1,703	1,823
법인세	382	362	392	386	411
법인세율	27.0	22.8	24.8	22.6	22.6
계속사업이익	1,032	1,226	1,189	1,318	1,411
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,032	1,226	1,189	1,318	1,411
증가율(%)	26.8	18.8	-3.0	10.8	7.1
당기순이익률 (%)	24.8	27.2	24.6	25.1	24.7
지배주주당순이익	1,036	1,231	1,193	1,322	1,416
기타포괄이익	-31	1	32	0	0
총포괄이익	1,001	1,227	1,220	1,318	1,411
EBITDA	1,528	1,628	1,681	1,822	1,965
증가율(%)	14.5	6.6	3.2	8.4	7.9
EBITDA마진율(%)	36.6	36.2	34.8	34.7	34.4

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	7,544	8,968	8,691	9,628	10,312
BPS	45,224	51,319	56,712	62,845	69,663
DPS	3,400	3,600	3,800	3,800	3,800
밸류에이션(배)					
PER	13.9	11.3	14.3	12.9	12.0
PBR	2.3	2.0	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	8.5	7.1	8.8	7.7	6.8
성장성지표(%)					
매출증가율	1.4	8.0	7.3	8.6	9.1
EPS증가율	25.4	18.9	-3.1	10.8	7.1
수익성지표(%)					
배당수익률	3.3	3.6	3.1	3.1	3.1
ROE	17.5	18.6	16.1	16.1	15.6
ROA	12.8	13.3	11.7	12.0	11.6
ROIC	24.7	31.1	28.9	29.9	32.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	38.2	37.9	33.1	33.5	32.0
순차입금 비율(%)	-22.6	-32.3	-30.1	-35.8	-39.4
이자보상배율(배)	144.1	218.6	307.9	426.5	415.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.3	4.2	3.9	3.9	4.4
재고자산회전율	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,571	6,621	7,142	8,007	8,878
현금및현금성자산	546	851	958	1,503	1,753
유가증권	1,137	1,657	1,538	1,732	2,168
매출채권	1,032	1,113	1,395	1,293	1,301
재고자산	2,119	2,265	2,421	2,665	2,963
비유동자산	3,102	3,192	3,294	3,577	3,801
유형자산	1,790	1,602	1,704	1,749	1,775
무형자산	105	105	101	96	91
투자자산	873	984	1,029	1,205	1,313
자산총계	8,673	9,813	10,436	11,584	12,680
유동부채	1,872	2,153	2,046	2,331	2,443
매입채무및기타채무	104	104	76	84	91
단기차입금	206	137	70	77	72
유동성장기부채	28	10	23	38	40
비유동부채	526	541	552	576	629
사채	9	9	0	0	1
장기차입금	22	54	46	16	20
부채총계	2,398	2,694	2,598	2,908	3,072
지배주주지분	6,209	7,046	7,786	8,628	9,564
자본금	955	955	955	955	955
자본잉여금	485	510	484	484	484
자본조정등	-337	-328	-328	-328	-328
기타포괄이익누계액	-125	-101	-72	-72	-72
이익잉여금	5,232	6,009	6,747	7,589	8,525
비지배주주지분	67	73	52	48	43
자본총계	6,275	7,118	7,838	8,676	9,608
비이자부채	2,134	2,485	2,459	2,777	2,939
총차입금	264	209	139	131	133
순차입금	-1,419	-2,299	-2,356	-3,104	-3,788

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	1,259	1,498	910	926	867
당기순이익	1,032	1,226	1,189	1,318	1,411
비현금성 비용 및 수익	541	481	456	118	143
유형자산감가상각비	151	152	153	147	154
무형자산감가상각비	11	6	5	5	5
운전차분변동	13	176	-376	-125	-285
매출채권등의 감소	0	0	79	103	-8
재고자산의 감소	-146	-153	-161	-244	-297
매입채무등의 증가	0	0	-4	8	7
기타 영업현금흐름	-326	-384	-358	-385	-402
투자활동 현금흐름	-748	-703	-320	-563	-640
유형자산의 증가(CAPEX)	-210	-162	-253	-192	-180
유형자산의 감소	10	12	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-8	-4	0	0
투자자산의 감소(증가)	-528	-508	309	-207	-169
기타	-16	-37	-375	-164	-291
재무활동 현금흐름	-381	-488	-546	131	-27
차입금의 증가(감소)	56	-55	-90	-30	4
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-437	-434	-456	161	-31
기타 및 조정	-1	-2	63	51	51
현금의 증가	130	305	107	545	251
기초현금	416	546	851	958	1,503
기말현금	546	851	958	1,503	1,753



2018 OUTLOOK

## 국내외 동종업체 비교

- A. 담배
- B. 음료
- C. 주류
- D. 제과
- E. 라면
- F. 분유

▶ 담배

표 37. 담배 동종업체 비교

구분		KT&G CORP	BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	ALTRIA GROUP INC	JAPAN TOBACCO INC	ITC LTD	IMPERIAL BRANDS PLC	HM SAMPOERN A TBK PT	PHILIP MORRIS INTERNATIO NAL	GUDANG GARAM TBK PT
현재주가(달러)		114	66	65	33	4	42	0	103	6
시가총액(백만달러)		15,586	151,694	124,166	66,721	48,614	39,903	37,739	159,545	11,381
주가수익율	1D	-2.0	0.2	-0.6	0.3	-0.9	0.3	3.8	-0.4	0.4
	1M	14.5	-0.9	0.2	-2.4	-4.6	-1.0	9.8	-3.0	19.4
	3M	7.5	2.9	1.8	0.2	-9.0	-3.0	19.3	-11.1	11.4
	6M	10.9	-11.0	-12.6	-11.0	-16.9	-14.5	14.7	-14.3	7.5
	12M	15.6	11.8	0.4	-5.0	10.0	-10.8	13.2	13.8	27.2
P/E(배)	2015A	12.7	16.3	N/A	20.2	26.9	19.2	40.4	19.7	16.4
	2016A	10.3	18.5	22.9	16.3	42.4	60.1	34.8	20.4	18.4
	2017E	14.8	18.0	19.8	16.3	29.4	11.9	39.0	21.6	20.8
	2018E	13.9	16.2	18.2	15.2	27.4	11.6	35.7	19.4	18.4
P/B(배)	2015A	2.1	14.4	39.6	3.3	8.2	6.1	13.7	N/A	2.8
	2016A	1.8	10.5	10.3	2.8	6.2	7.2	13.0	N/A	3.1
	2017E	2.1	4.9	10.5	2.6	8.1	5.7	14.4	N/A	3.6
	2018E	2.0	7.2	10.4	2.4	6.3	5.5	13.6	N/A	3.2
EV/EBITDA(배)	2015A	7.5	17.1	62.1	11.0	17.5	15.4	30.0	14.3	10.5
	2016A	6.2	19.7	15.7	9.8	17.4	14.7	26.2	14.6	11.6
	2017E	8.4	15.3	13.5	10.7	19.1	10.6	28.5	15.4	12.7
	2018E	8.2	11.1	12.9	10.1	18.1	10.4	26.1	13.9	11.4
매출액성장률(%)	2015A	1.4	-6.2	-31.6	-6.1	9.9	-6.1	10.4	-10.0	7.9
	2016A	8.0	12.6	57.5	-4.9	1.0	11.0	7.2	-0.4	8.4
	2017E	11.4	35.8	1.4	-2.8	6.9	-3.3	2.8	6.8	8.5
	2018E	3.3	30.1	2.4	4.2	10.6	10.2	8.0	9.2	10.3
영업이익성장률(%)	2015A	16.6	0.5	-76.6	-13.6	7.7	-1.5	1.4	-9.2	16.1
	2016A	7.6	1.9	392.0	5.0	1.9	12.1	15.9	1.8	1.3
	2017E	9.8	63.6	11.7	-4.0	4.2	-9.1	1.9	5.5	5.6
	2018E	2.4	32.7	5.3	6.4	53.2	75.2	9.9	11.6	13.6
영업이익률(%)	2015A	32.8	34.9	14.5	24.8	34.1	15.6	15.6	39.6	14.2
	2016A	32.6	31.5	45.3	27.4	34.5	15.8	16.9	40.5	13.3
	2017E	32.2	38.0	49.9	27.0	34.5	44.3	16.7	40.0	12.9
	2018E	31.9	38.8	51.3	27.6	46.2	41.8	17.0	40.9	13.3
순이익률(%)	2015A	24.8	32.7	-10.9	21.6	25.1	13.3	11.6	25.7	9.1
	2016A	27.3	31.5	73.6	19.7	24.1	4.5	13.4	26.1	8.8
	2017E	23.4	28.2	32.2	19.2	25.2	29.5	13.1	25.8	8.8
	2018E	24.1	26.4	33.8	19.6	24.8	28.0	13.2	26.4	9.0
ROE(%)	2015A	17.4	82.5	-36.1	17.1	32.1	33.7	45.2	N/A	18.1
	2016A	18.4	64.3	73.7	15.8	25.2	29.9	38.4	N/A	17.1
	2017E	15.1	28.7	50.9	16.3	29.3	44.9	37.8	-61.3	17.7
	2018E	14.9	24.2	55.9	16.7	24.5	38.1	39.5	-72.6	18.1

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

▶ 음료

표 38. 음료 동종업체 비교

구분		LOTTE CHILSUNG BEVERAGE CO	NESTLE SA-REG	COCA- COLA CO/THE	PEPSICO INC	DANONE	MONSTER BEVERAGE CORP	OTSUKA HOLDINGS CO LTD	DR PEPPER SNAPPLE GROUP INC	YAKULT HONSHA CO LTD
현재주가(달러)		1,153	88	46	116	85	62	44	87	79
시가총액(백만달러)		922	273,177	195,565	164,755	56,818	34,836	24,812	15,691	13,846
주가수익율	1D	0.3	1.6	0.0	0.0	1.1	0.0	0.1	0.4	0.0
	1M	-7.9	4.4	-0.4	4.7	1.8	8.8	3.7	1.4	-5.0
	3M	-19.4	7.3	1.1	0.3	7.7	12.0	11.5	-3.8	19.2
	6M	-29.2	4.1	1.1	-1.7	7.1	21.4	-2.1	-7.0	12.9
	12M	-18.5	25.8	9.9	12.7	19.4	36.4	6.2	-2.2	75.4
P/E(배)	2015A	49.0	25.7	21.5	21.7	29.7	146.1	22.9	23.2	55.2
	2016A	28.6	26.5	21.7	21.6	21.6	34.2	29.8	21.0	28.6
	2017E	N/A	24.7	24.3	22.2	20.9	41.7	31.2	19.2	53.0
	2018E	16.1	22.6	23.2	20.7	18.7	36.4	25.6	17.8	44.1
P/B(배)	2015A	1.2	3.7	7.3	12.3	3.0	18.9	1.4	8.0	4.3
	2016A	0.8	3.5	7.7	13.5	2.8	7.5	1.6	7.8	2.5
	2017E	0.5	4.0	9.7	12.3	3.1	9.1	1.5	7.4	4.2
	2018E	0.5	4.0	9.8	11.9	2.9	8.3	1.5	7.3	3.9
EV/EBITDA(배)	2015A	10.4	15.8	19.6	15.5	13.5	94.9	11.4	13.1	24.6
	2016A	7.6	14.8	19.3	14.0	12.1	21.8	18.6	11.6	13.2
	2017E	7.7	16.8	19.6	14.1	15.0	25.4	14.2	12.3	25.6
	2018E	6.8	15.6	18.8	13.4	13.7	22.6	12.5	11.8	23.2
매출액성장률(%)	2015A	1.6	-3.0	-3.7	-5.4	6.0	10.5	-1.7	2.6	5.0
	2016A	3.1	0.8	-5.5	-0.4	-2.1	12.0	-16.2	2.5	6.1
	2017E	7.2	0.9	-15.9	1.0	20.7	11.4	1.5	4.2	7.5
	2018E	5.4	3.8	-12.3	3.4	4.9	11.2	5.5	3.5	3.0
영업이익성장률(%)	2015A	39.7	13.8	-10.1	-12.8	2.7	19.6	-31.3	10.0	9.0
	2016A	4.1	6.1	-1.2	17.1	32.3	21.4	-37.6	10.4	14.8
	2017E	-32.6	6.0	11.1	10.1	28.9	18.1	35.2	-2.6	3.3
	2018E	28.3	8.7	6.9	5.8	10.5	13.2	24.9	6.2	11.8
영업이익률(%)	2015A	6.2	13.9	19.7	13.2	9.9	32.8	9.6	20.7	9.5
	2016A	6.3	14.7	20.6	15.6	13.3	35.6	7.1	22.3	10.3
	2017E	3.9	15.5	27.2	17.0	14.2	37.7	9.5	20.8	9.5
	2018E	4.8	16.2	33.2	17.4	15.0	38.4	11.2	21.4	10.7
순이익률(%)	2015A	4.3	10.2	16.6	8.6	5.7	20.1	7.1	12.2	6.8
	2016A	2.9	9.5	15.6	10.1	7.8	23.4	7.7	13.2	7.4
	2017E	0.0	11.8	23.2	11.8	8.6	25.0	6.9	12.3	7.2
	2018E	2.7	12.2	27.5	12.1	9.2	25.5	8.0	12.5	8.2
ROE(%)	2015A	2.8	15.6	31.5	46.9	14.4	18.6	7.1	34.5	8.5
	2016A	3.6	15.1	34.4	61.3	14.4	19.1	5.9	37.4	9.1
	2017E	-0.6	16.0	36.1	61.3	15.1	23.9	5.1	38.9	8.1
	2018E	3.1	17.1	40.1	59.7	16.0	24.6	6.0	42.8	9.3

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

▶ 주류

표 39. 주류 동종업체 비교

구분		HITE JINRO CO LTD	ANHEUSER -BUSCH INBEV SA/NV	KIRIN HOLDINGS CO LTD	SUNTORY BEVERAGE & FOOD LTD	CARLSBER G AS-B	SAPPORO HOLDINGS LTD	MOLSON COORS BREWING CO -B	CIA CERVECERI AS UNIDAS SA	BOSTON BEER COMPANY INC-A
현재주가(달러)		22	118	24	43	118	31	79	13	178
시가총액(백만달러)		1,576	238,187	21,553	13,435	17,767	2,414	17,142	4,801	2,094
주가수익율	1D	-1.2	1.0	0.2	-0.3	0.7	0.7	-0.4	0.0	0.2
	1M	-10.7	-4.1	-2.7	-6.2	0.9	-4.6	1.2	-6.8	6.5
	3M	-6.2	2.4	6.6	-5.8	2.8	10.0	-11.3	-4.8	19.7
	6M	0.8	-6.0	12.7	-8.7	3.1	4.6	-17.1	-6.5	22.9
	12M	14.1	0.5	43.4	2.9	24.5	12.0	-20.5	23.7	0.2
P/E(배)	2015A	30.6	24.6	N/A	38.7	N/A	33.9	25.0	24.0	28.2
	2016A	38.3	153.7	14.7	32.6	20.7	24.8	38.1	21.8	25.0
	2017E	51.2	27.7	19.5	27.6	22.7	22.9	18.5	22.4	28.9
	2018E	21.3	23.2	23.0	24.1	21.1	20.8	16.9	19.7	27.5
P/B(배)	2015A	1.2	4.7	2.3	2.8	2.1	1.3	2.6	2.7	5.7
	2016A	1.1	2.9	2.5	2.7	1.8	1.5	1.9	2.4	4.7
	2017E	1.3	3.3	2.9	2.5	2.1	1.6	1.3	2.6	5.4
	2018E	1.3	3.1	2.7	2.4	2.0	1.5	1.3	2.4	5.1
EV/EBITDA(배)	2015A	10.1	14.5	10.3	11.5	31.7	11.3	24.8	10.3	12.7
	2016A	9.7	19.8	11.0	9.9	9.5	11.0	9.1	10.0	10.7
	2017E	12.5	16.4	12.1	9.4	10.2	10.7	11.8	10.2	12.1
	2018E	9.5	15.1	11.6	8.9	9.8	10.3	11.4	9.2	12.0
매출액성장률(%)	2015A	1.9	-7.3	0.1	9.8	1.3	2.9	-14.0	15.4	6.3
	2016A	-0.9	4.4	-5.5	2.2	-4.2	1.5	36.9	4.0	-5.6
	2017E	8.0	25.1	-7.8	0.8	5.0	-2.0	126.7	15.7	-4.8
	2018E	2.7	2.7	-1.0	-0.2	2.2	2.0	1.5	6.6	1.7
영업이익성장률(%)	2015A	43.0	-8.0	8.9	7.0	N/A	-5.3	-28.2	16.0	6.6
	2016A	-7.4	-7.4	13.7	1.6	N/A	45.3	534.2	-9.9	-11.9
	2017E	-21.5	36.6	9.1	4.0	12.9	-7.3	-50.2	31.3	-16.1
	2018E	77.6	10.5	8.2	12.4	6.4	9.0	5.2	11.8	1.5
영업이익률(%)	2015A	7.0	31.9	5.7	6.7	-0.9	2.6	14.6	14.2	16.3
	2016A	6.6	28.3	6.8	6.6	13.1	3.7	67.7	12.3	15.2
	2017E	4.8	30.9	8.1	6.8	14.0	3.5	14.9	14.0	13.4
	2018E	8.3	33.2	8.8	7.7	14.6	3.8	15.4	14.7	13.4
순이익률(%)	2015A	2.8	19.0	-2.2	3.1	-4.5	1.1	10.1	8.1	10.3
	2016A	2.0	2.7	5.7	3.3	7.2	1.7	40.4	7.6	9.6
	2017E	1.8	14.8	6.5	3.4	7.9	2.2	8.4	8.2	8.9
	2018E	4.1	17.3	5.6	3.9	8.4	2.3	9.1	8.7	8.7
ROE(%)	2015A	4.6	18.4	2.7	7.5	8.6	5.1	9.4	11.3	22.0
	2016A	3.9	6.5	16.5	8.9	9.1	7.1	5.9	11.0	19.2
	2017E	2.9	11.7	16.5	8.4	9.3	6.4	7.5	11.9	17.7
	2018E	6.3	13.9	13.6	10.1	9.6	6.9	7.7	12.3	19.0

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

## ▶ 제과

표 40. 제과 동종업체 비교

구분		KELLOGG CO	MONDELEZ INTERNATIO NAL INC-A	NESTLE SA-REG	HERSHEY CO/THE	PEPSICO INC	KRAFT HEINZ CO/THE	WANT WANT CHINA HOLDINGS LTD	MEJI HOLDINGS CO LTD	CALBEE INC
현재주가(달러)		65	42	88	108	116	80	1	87	34
시가총액(백만달러)		22,480	63,467	273,177	22,833	164,755	97,002	9,939	13,314	4,545
주가수익율	1D	0.2	0.8	1.6	0.9	0.0	-0.2	-0.2	1.1	-0.5
	1M	8.0	4.4	4.4	4.1	4.7	3.0	-1.0	4.3	-8.6
	3M	-2.6	2.8	7.3	3.7	0.3	-3.1	19.7	10.6	1.1
	6M	-10.4	-8.5	4.1	-6.5	-1.7	-14.4	12.9	7.2	-13.9
	12M	-11.9	-1.0	25.8	10.8	12.7	-4.3	19.9	6.9	7.5
P/E(배)	2015A	20.5	26.7	25.7	21.7	21.7	35.6	18.7	34.9	49.3
	2016A	20.9	23.1	26.5	23.5	21.6	25.5	16.1	21.3	35.5
	2017E	16.2	19.9	24.7	22.5	22.2	22.2	21.2	24.2	27.6
	2018E	15.3	18.0	22.6	20.8	20.7	20.6	20.1	21.9	27.7
P/B(배)	2015A	11.9	2.5	3.7	19.4	12.3	1.5	5.3	2.9	6.3
	2016A	13.5	2.7	3.5	27.9	13.5	1.9	4.5	3.3	4.9
	2017E	11.2	2.5	4.0	25.7	12.3	1.7	4.9	3.2	3.8
	2018E	10.1	2.4	4.0	19.9	11.9	1.6	4.4	2.9	3.6
EV/EBITDA(배)	2015A	20.2	8.6	15.8	16.7	15.5	N/A	11.6	13.7	21.0
	2016A	17.5	24.5	14.8	16.4	14.0	18.8	9.3	12.0	15.3
	2017E	11.6	16.2	16.8	14.0	14.1	15.8	12.3	12.0	12.6
	2018E	11.2	14.9	15.6	13.3	13.4	14.8	12.0	11.2	12.8
매출액성장률(%)	2015A	-7.2	-13.5	-3.0	-0.5	-5.4	-5.8	-8.0	1.1	11.1
	2016A	-3.8	-12.5	0.8	0.7	-0.4	-3.5	-7.9	5.4	10.8
	2017E	-2.0	-0.6	0.9	1.3	1.0	-0.7	0.6	12.7	13.8
	2018E	-0.1	2.5	3.8	1.8	3.4	2.0	3.6	-1.6	-3.0
영업이익성장률(%)	2015A	6.5	174.4	13.8	-25.5	-12.8	3.5	-5.1	41.2	22.7
	2016A	27.9	-71.1	6.1	16.2	17.1	35.4	5.3	50.9	16.3
	2017E	53.8	64.1	6.0	29.7	10.1	20.6	-12.5	26.1	13.8
	2018E	4.1	8.5	8.7	5.8	5.8	6.4	1.2	7.2	-6.7
영업이익률(%)	2015A	8.1	30.0	13.9	14.0	13.2	16.5	21.2	4.4	10.9
	2016A	10.7	9.9	14.7	16.2	15.6	23.2	24.3	6.4	11.4
	2017E	16.8	16.4	15.5	20.7	17.0	28.1	21.1	7.0	11.4
	2018E	17.5	17.3	16.2	21.6	17.4	29.3	20.6	7.8	11.0
순이익률(%)	2015A	4.5	24.5	10.2	6.9	8.6	6.4	15.8	2.7	6.4
	2016A	5.3	6.4	9.5	9.7	10.1	13.7	17.9	5.1	6.8
	2017E	11.1	12.7	11.8	13.5	11.8	16.7	15.8	4.7	7.3
	2018E	11.5	13.4	12.2	14.3	12.1	17.6	15.9	5.1	7.2
ROE(%)	2015A	51.1	9.9	15.6	74.2	46.9	7.7	27.3	9.9	14.5
	2016A	61.9	11.4	15.1	106.3	61.3	7.3	28.5	13.8	14.8
	2017E	63.0	12.6	16.0	116.6	61.3	7.0	23.7	13.9	14.8
	2018E	61.3	13.3	17.1	109.3	59.7	7.5	22.5	14.1	13.8

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

▶ 라면

표 41. 라면 동종업체 비교

구분		OTTOGI CORPORATIO N	NONGSHIM CO LTD	SAMYANG FOODS CO LTD	PULMUONE CO LTD	TINGYI (CAYMAN ISLN) HLDG CO	UNI- PRESIDENT CHINA HOLDINGS	AJINOMOTO CO INC	NISSIN FOODS HOLDINGS CO LTD
현재주가(달러)		767	346	65	141	2	1	18	73
시가총액(백만달러)		2,639	2,105	493	536	9,486	3,322	10,542	8,531
주가수익율	1D	2.5	-0.7	-3.9	-2.6	0.0	-0.7	-0.3	2.4
	1M	5.7	7.3	15.7	29.4	12.6	-11.4	-10.6	13.0
	3M	8.1	12.8	35.0	17.8	26.9	-12.5	-5.0	20.1
	6M	0.4	10.7	16.5	7.0	37.4	1.5	-14.0	17.1
	12M	25.1	21.3	43.5	20.2	38.9	8.5	-6.5	39.3
P/E(배)	2015A	39.6	21.7	N/A	34.1	31.2	25.9	33.5	35.2
	2016A	16.2	9.6	16.7	28.1	38.5	34.8	21.8	21.5
	2017E	22.1	22.0	17.7	N/A	36.7	25.6	24.3	36.0
	2018E	20.2	19.1	15.1	N/A	30.4	21.8	19.8	32.0
P/B(배)	2015A	4.4	1.6	1.3	2.4	2.7	1.9	2.3	1.8
	2016A	2.2	1.1	1.7	2.0	2.6	1.8	2.4	1.6
	2017E	2.5	1.2	2.6	N/A	3.3	1.7	1.9	2.4
	2018E	2.3	1.1	2.2	N/A	3.0	1.6	1.8	2.3
EV/EBITDA(배)	2015A	23.5	10.6	17.5	9.3	9.8	9.5	14.0	14.1
	2016A	10.9	7.8	10.0	8.7	8.6	9.0	10.8	11.9
	2017E	14.2	8.8	10.7	N/A	10.3	8.4	10.7	20.6
	2018E	12.7	8.1	7.9	N/A	9.7	7.7	9.5	16.6
매출액성장률(%)	2015A	5.7	6.9	-7.6	10.0	-11.1	-1.7	1.5	3.3
	2016A	6.8	1.6	23.5	10.0	-8.0	-5.1	14.2	8.5
	2017E	11.5	8.3	37.5	N/A	5.5	1.1	N/A	17.5
	2018E	4.3	4.8	11.1	N/A	4.8	4.7	N/A	1.8
영업이익성장률(%)	2015A	15.1	60.8	-26.4	-25.8	-26.8	177.4	19.1	-12.3
	2016A	6.8	-24.2	253.5	-4.0	-20.9	-6.7	32.2	8.6
	2017E	7.5	30.9	89.1	N/A	23.0	15.2	-8.7	20.3
	2018E	13.1	16.5	40.5	N/A	13.7	14.0	18.9	20.2
영업이익률(%)	2015A	7.1	5.4	2.5	2.1	5.6	4.7	7.4	5.6
	2016A	7.1	4.0	7.0	1.9	4.8	4.6	8.6	5.6
	2017E	6.8	4.9	9.7	N/A	5.6	5.2	7.6	5.8
	2018E	7.4	5.4	12.2	N/A	6.1	5.7	8.6	6.8
순이익률(%)	2015A	5.5	5.4	-1.1	1.1	2.8	3.8	4.6	4.3
	2016A	6.8	9.0	5.1	0.9	2.1	2.9	6.2	5.7
	2017E	6.1	4.5	6.5	N/A	2.9	4.1	4.5	4.9
	2018E	6.4	5.0	7.0	N/A	3.4	4.6	5.1	5.1
ROE(%)	2015A	11.7	6.4	-2.0	6.8	10.7	7.4	8.7	6.0
	2016A	12.7	6.6	10.9	7.6	7.5	5.3	9.4	5.8
	2017E	11.9	5.6	15.9	N/A	9.1	6.9	8.4	6.9
	2018E	11.9	6.2	18.6	N/A	10.4	7.6	9.4	7.7

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

## ▶ 분류

표 42. 분류 동종업체 비교

구분		MAEIL HOLDINGS CO LTD	NAMYANG DAIRY PRODUCTS	DANONE	ABBOTT LABORATORIES	NESTLE SA- REG	INNER MONGOLIA YILI INDUS-A	HEALTH AND HAPPINESS H&H INT
현재주가(달러)		17	665	85	56	88	5	6
시가총액(백만달러)		228	479	56,818	97,735	273,177	27,377	3,669
주가수익률	1D	-2.2	-1.2	1.1	0.0	1.6	-0.8	-0.7
	1M	-9.4	7.8	1.8	1.4	4.4	-1.6	23.1
	3M	-21.0	5.1	7.7	11.7	7.3	31.8	58.1
	6M	-33.1	-11.9	7.1	25.6	4.1	52.3	113.0
	12M	-10.9	-0.1	19.4	44.9	25.8	60.6	80.2
P/E(배)	2015A	20.8	23.4	29.7	31.4	25.7	17.3	32.6
	2016A	12.6	16.7	21.6	30.1	26.5	18.9	14.1
	2017E	N/A	N/A	20.9	22.5	24.7	28.1	26.3
	2018E	N/A	N/A	18.7	19.9	22.6	23.1	22.2
P/B(배)	2015A	1.5	0.6	3.0	3.1	3.7	5.0	2.6
	2016A	1.3	0.6	2.8	2.8	3.5	4.6	4.3
	2017E	N/A	N/A	3.1	3.0	4.0	7.0	5.7
	2018E	N/A	N/A	2.9	N/A	4.0	6.2	4.5
EV/EBITDA(배)	2015A	9.3	5.5	13.5	18.5	15.8	14.0	23.8
	2016A	6.4	2.9	12.1	12.8	14.8	14.1	9.6
	2017E	N/A	N/A	15.0	15.2	16.8	19.4	14.6
	2018E	N/A	N/A	13.7	14.2	15.6	16.2	12.8
매출액성장률(%)	2015A	6.5	5.5	6.0	0.8	-3.0	10.8	1.8
	2016A	6.0	2.0	-2.1	2.2	0.8	0.1	35.0
	2017E	N/A	N/A	20.7	30.6	0.9	13.6	20.2
	2018E	N/A	N/A	4.9	10.9	3.8	11.1	13.1
영업이익성장률(%)	2015A	26.9	N/A	2.7	-12.8	13.8	12.8	-51.0
	2016A	44.5	107.8	32.3	40.6	6.1	2.8	230.0
	2017E	N/A	N/A	28.9	87.5	6.0	34.2	0.5
	2018E	N/A	N/A	10.5	13.8	8.7	22.1	15.0
영업이익률(%)	2015A	2.4	1.7	9.9	11.1	13.9	8.3	11.2
	2016A	3.2	3.4	13.3	15.3	14.7	8.5	27.3
	2017E	N/A	N/A	14.2	21.9	15.5	10.1	22.8
	2018E	N/A	N/A	15.0	22.5	16.2	11.1	23.2
순이익률(%)	2015A	1.7	2.2	5.7	18.3	10.2	7.7	5.2
	2016A	2.5	3.0	7.8	6.7	9.5	9.4	14.7
	2017E	N/A	N/A	8.6	16.1	11.8	9.5	11.8
	2018E	N/A	N/A	9.2	16.4	12.2	10.4	12.4
ROE(%)	2015A	7.7	2.5	14.4	10.0	15.6	23.6	8.2
	2016A	11.4	3.4	14.4	9.1	15.1	25.1	29.7
	2017E	N/A	N/A	15.1	17.4	16.0	25.7	23.4
	2018E	N/A	N/A	16.0	23.3	17.1	27.5	22.1

자료: Bloomberg, IBK투자증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자이전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2016.10.01~2017.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	85.4
중립	23	14.6
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

CJ제일제당 주가 및 목표주가 추이	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	일자	의견	(원)	평균	최고/최저		일자	의견	(원)	평균
	2016.05.15	매수	540,000	-30.60	-24.72					
	2017.02.10	매수	450,000	-20.21	-14.00					
	2017.11.09	매수	520,000	-22.46	-20.00					
	2017.11.29	매수	520,000							
오뚜기 주가 및 목표주가 추이	추천	투자	목표가	과리율(%)		추천	투자	목표가	과리율(%)	
	2016.05.15	매수	1,190,000	-28.47	-23.36					
	2016.07.08	매수	1,100,000	-35.27	-22.91					
	2017.01.18	매수	870,000	-12.65	1.72					
	2017.06.30	매수	950,000	-19.63	-12.84					
	2017.11.29	매수	1,000,000							

하이틴진로 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2016.11.29	중립	-	-	-					
	2017.08.31	매수	32,000	-20.37	-15.16					
	2017.11.29	매수	32,000							
KT&G 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
	2017.05.24	매수	130,000	-11.79	-7.31					
	2017.06.28	매수	140,000	-19.60	-14.64					
	2017.09.22	매수	125,000	-14.77	-9.60					
	2017.11.08	매수	140,000	-15.66	-10.71					
	2017.11.29	매수	140,000							