



Overweight (Maintain)

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807

sjpark@kiwoom.com

음식료

CJ제일제당 가격인상의 나비효과



1/31 언론보도를 통해, CJ제일제당이 2/21부터 주요 제품의 판가를 인상한 내용이 알려졌다. 당사는 햇반/다시다/장류/어묵/맛살/액젓의 판가를 인상하였다. 이는 동사의 수익성 뿐만 아니라, 경쟁사의 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다. 더불어, 他 카테고리 가격인상이 확산될 가능성에도 주목해야 할 것이다.

>>> CJ제일제당, 주요 가공식품 가격인상 단행

CJ제일제당이 햇반/다시다/장류/어묵/맛살/액젓의 가격을 2/21부터 6~9% 정도 인상한다(B2B 장류 판가는 가격인상 대상에서 제외). 주요 이유는 쌀/건고추 등의 원부재료 가격 상승 때문이다. 해당 제품들은 年 매출은 7,200억원 수준이다. 이에 따라, 판가 인상효과로 연간 매출액이 600억원 정도 증가할 것으로 추산된다(판매량 변동효과 제외).

본래 동사의 가공식품 영업이익률은 1) 진천공장 초기 고정비 부담, 2) 쌀/건고추 등의 원부재료 단가 상승 부담으로 인해, 올해 가시성이 낮은 편이었다. 하지만, 이번 가격인상으로 인해 해당 우려가 일부 해소될 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 누가 또 가격을 인상할까?

1) 원부재료비 상승, 2) 최저임금 인상 등으로 판가 인상이 지속되면서, 이미 가공식품 CPI 상승률은 2%를 넘어선 상황이다. 더불어, 국내 가공식품 1위 업체인 CJ제일제당의 가격인상으로 인해, 향후 추가적인 가격인상에 대한 시장의 관심이 더욱 커질 것으로 기대된다.

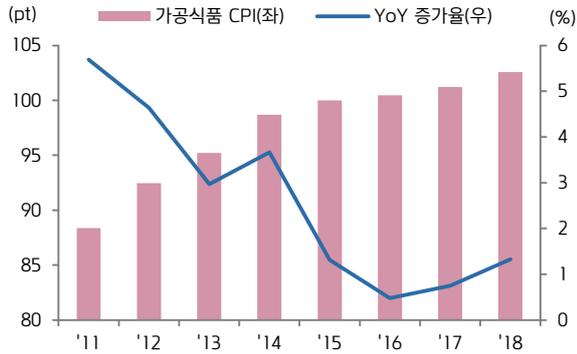
첫째, 경쟁사의 가격인상 가능성에 주목해야 한다. 햇반은 오뚜기, 장류는 대상, 어묵/맛살은 사조대림(사조오양과 내부거래가 있음)이 주요 경쟁사이다. 각 회사별 해당 제품의 매출 Mix와 전사 OPM을 감안한다면, 사조대림의 실적 민감도가 상대적으로 높을 것으로 판단된다.

둘째, 他 카테고리로의 확산 가능성에 주목해야 한다. 앞서 언급한 가격인상의 주요 원인들을 감안한다면, 1) 외식 서비스, 2) 소주, 3) 밀가루, 4) 라면 등 이 향후 가격인상 후보 군이다. 외식 업체들은 이미 가격인상이 강하게 나오고 있기 때문에, CJ프레시웨이와 같은 식자재유통 업체의 수익성에 긍정적인 영향을 줄 가능성이 높다. 소주는 하이트진로, 밀가루는 SPC삼립, 라면은 농심이 가격인상에 따른 실적민감도가 높은 편이다. 다만, 라면은 오뚜기가 진라면 브랜드를 중심으로 MS를 확대하고 있고, 여전히 경쟁적인 가격 전략을 취하고 있기 때문에, 가격인상의 가시성이 비교적 낮은 편으로 판단된다.

Compliance Notice

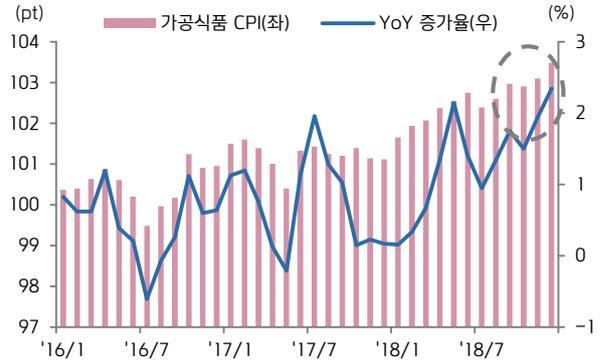
- 당사는 1월 31일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

연도별 가공식품 CPI 추이



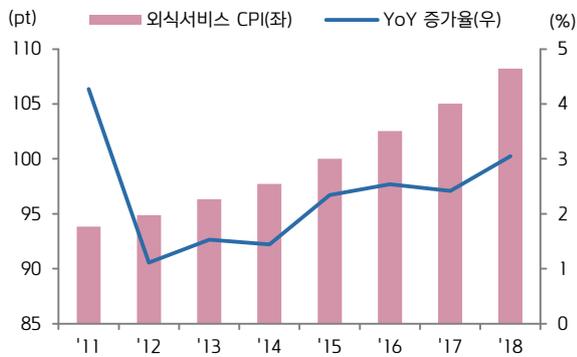
자료: 통계청

월별 가공식품 CPI 추이



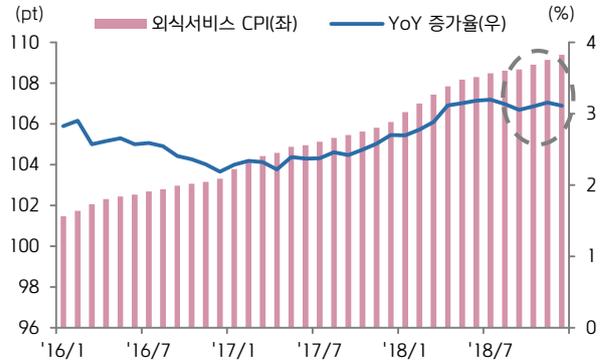
자료: 통계청

연도별 외식 서비스 CPI 추이



자료: 통계청

월별 외식 서비스 CPI 추이



자료: 통계청

CJ제일제당 가격인상 내역

품목	햇반	햇반컵반	장류	다시다	어묵	맛살
연간 매출액(십억원)	280	70	60	200	110	
평균 인상률	9.0%	6.8%	7.0%	9.0%	7.6%	6.8%

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

주요 품목별 가격인상에 따른 실적민감도 분석

회사명	품목	품목의 매출 Mix(A)	전사 OPM(B)	Beta(C=A/B)
CJ제일제당	햇반/장류/다시다 등	7.2%	6.3%	1.1
오뚜기	가공밥	5.1%	6.6%	0.8
대상	장류	2.0%	4.1%	0.5
사조대림	어묵/맛살	22.5%	6.4%	3.5
CJ프레시웨이	식자재유통/단체급식	77.7%	1.7%	46.8
하이트진로	소주	46.2%	5.1%	9.1
SPC삼립	밀가루	5.3%	2.7%	2.0
농심	라면	53.3%	4.1%	13.0

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

- 주: 1) 품목별 매출 Mix와 전사 OPM은 2018년 당사 추정치. 다만, 사조대림은 최근 4개 분기 기준임(4Q17~3Q18)
- 2) CJ프레시웨이는 식자재유통 업체이기 때문에, 제조사 Beta와의 상대적 비교에는 한계가 있음
- 3) CJ제일제당은 대한통운 제외 기준임. 품목의 매출 Mix는 이번 가격인상 품목 기준임
- 4) 대상 장류 매출 비중은 B2C 채널만 감안하였음
- 5) Beta가 1.1이면, ASP를 10% 인상했을 때, 전사 OP 증가율이 11%임을 의미(판매량 저향과 비용 증가가 없음을 가정)

주요 음식료 업체 실적 추이 및 전망

회사명	구분	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	YoY	1Q19E	YoY	2017	2018E	YoY	2019E	YoY
CJ제일제당	매출액	42,911	43,486	44,537	49,456	47,774	11.3%	48,361	11.2%	164,772	185,254	12.4%	203,227	9.7%
	영업이익	1,504	2,103	1,846	2,652	1,806	20.1%	2,371	12.8%	7,766	8,406	8.2%	9,424	12.1%
	OPM	3.5%	4.8%	4.1%	5.4%	3.8%	0.3%p	4.9%	0.1%p	4.7%	4.5%	-0.2%p	4.6%	0.1%p
	순이익	106	625	7,585	1,080	435	309.6%	914	46.2%	3,702	9,725	162.7%	3,352	-65.5%
오뚜기	매출액	5,165	5,773	5,371	5,796	5,946	15.1%	6,365	10.3%	21,262	22,887	7.6%	24,891	8.8%
	영업이익	302	385	385	404	333	10.3%	413	7.1%	1,461	1,507	3.2%	1,619	7.4%
	OPM	5.8%	6.7%	7.2%	7.0%	5.6%	-0.2%p	6.5%	-0.2%p	6.9%	6.6%	-0.3%p	6.5%	-0.1%p
	순이익	164	303	331	787	276	67.6%	353	16.4%	1,313	1,697	29.3%	1,398	-17.6%
대상	매출액	7,112	7,400	7,243	7,853	7,070	-0.6%	7,626	3.1%	29,688	29,565	-0.4%	30,016	1.5%
	영업이익	52	302	354	414	128	147.7%	365	20.9%	967	1,198	23.8%	1,260	5.2%
	OPM	0.7%	4.1%	4.9%	5.3%	1.8%	1.1%p	4.8%	0.7%p	3.3%	4.1%	0.8%p	4.2%	0.1%p
	순이익	-86	190	407	209	77	흑전	264	39.0%	527	882	67.3%	898	1.8%
CJ프레시웨이	매출액	6,129	6,758	7,286	7,043	7,175	17.1%	7,004	3.6%	25,044	28,263	12.9%	30,263	7.1%
	영업이익	105	60	138	133	140	32.9%	72	19.5%	439	471	7.2%	604	28.5%
	OPM	1.7%	0.9%	1.9%	1.9%	2.0%	0.2%p	1.0%	0.1%p	1.8%	1.7%	-0.1%p	2.0%	0.3%p
	순이익	4	10	24	41	102	2409.6%	12	19.5%	-15	177	흑전	259	46.4%
하이트진로	매출액	4,569	4,207	4,932	5,001	4,766	4.3%	4,266	1.4%	18,899	18,905	0.0%	19,292	2.0%
	영업이익	231	167	268	293	227	-1.6%	167	0.1%	872	955	9.5%	1,165	22.0%
	OPM	5.0%	4.0%	5.4%	5.9%	4.8%	-0.3%p	3.9%	-0.1%p	4.6%	5.1%	0.4%p	6.0%	1.0%p
	순이익	-105	26	96	94	82	흑전	44	66.9%	127	299	135.5%	503	68.5%
SPC삼립	매출액	5,133	5,163	5,416	5,509	5,489	6.9%	5,511	6.7%	20,655	21,576	4.5%	22,896	6.1%
	영업이익	177	114	167	107	203	14.8%	143	25.6%	547	590	8.0%	692	17.2%
	OPM	3.4%	2.2%	3.1%	1.9%	3.7%	0.3%p	2.6%	0.4%p	2.6%	2.7%	0.1%p	3.0%	0.3%p
	순이익	105	84	118	79	154	47.5%	105	25.1%	382	436	14.3%	513	17.6%
농심	매출액	5,449	5,631	5,328	5,660	5,713	4.8%	5,859	4.1%	22,083	22,332	1.1%	23,047	3.2%
	영업이익	143	344	65	217	283	97.4%	380	10.5%	964	909	-5.7%	1,031	13.4%
	OPM	2.6%	6.1%	1.2%	3.8%	5.0%	2.3%p	6.5%	0.4%p	4.4%	4.1%	-0.3%p	4.5%	0.4%p
	순이익	160	321	77	195	246	53.6%	334	4.2%	907	838	-7.5%	957	14.2%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

주: 1) 가격인상 효과 반영 전 기준

주요 음식료 업체의 주가 수익률 및 Valuation Table

구분	현재가(원) 1/31	Price Change(%)							PER(배)		EV/EBITDA(배)		PBR(배)		ROE(%)		배당수익률(%)	
		1D	1W	1M	3M	6M	1Y	YTD	'18E	'19E	'18E	'19E	'18E	'19E	'18E	'19E	'18E	'19E
CJ제일제당	342,500	2.7	1.2	3.6	7.7	0.0	-5.0	3.6	5.8	14.1	9.6	8.8	1.2	1.2	24.6	8.6	0.9	0.9
오뚜기	779,000	0.1	-0.6	7.6	19.1	-11.2	1.3	7.6	18.0	19.2	12.8	11.4	2.2	2.0	13.4	11.4	0.9	0.9
대상	25,200	1.4	-1.0	0.6	11.8	0.4	-6.5	0.6	10.3	10.3	6.6	5.9	1.0	0.9	9.8	9.1	2.1	2.3
CJ프레시웨이	29,150	-0.9	-4.3	10.0	25.6	-6.7	-18.9	10.0	32.0	17.4	9.3	8.5	1.9	1.7	5.9	10.3	0.7	0.7
하이트진로	16,900	1.8	4.3	1.8	8.0	-6.4	-26.7	1.8	39.7	25.3	8.6	8.0	1.0	1.0	2.5	4.0	4.6	4.6
SPC삼립	117,000	-0.4	-2.5	-8.2	-4.1	4.5	-25.9	-8.2	23.3	19.4	12.0	10.4	2.8	2.5	14.6	15.5	3.4	3.4
농심	279,500	0.5	-2.1	9.8	29.4	-5.6	-14.5	9.8	20.5	17.3	6.9	6.1	0.9	0.8	4.5	5.2	1.4	1.5

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%