

음식료(F&B)

다가오는 소비 절벽, 돌파 전략은?

백운목

02) 3774-1679

wm.baek@miraeasset.com

Contents

| | |
|------------------------------------|----|
| [요약] 소비 절벽 vs BT | 3 |
| I. 다가오는 소비 절벽 | 4 |
| II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy) | 8 |
| 1) 1인 소비 자극 | |
| 2) 가격 인상(프리미엄) | |
| 3) 해외 시장 개척 | |
| 4) 강한 과점(Oligopoly) 유지 | |
| 5) 기업간 M&A | |
| III. Global Peer Group (Valuation) | 21 |
| IV. Top Picks | 23 |
| KT&G (033780/매수) | |
| 농심 (004370/매수) | |
| 매일유업 (267980/매수) | |
| [결론] BT(Business Transformation) | 26 |

- 16~18년 경기 하락기(중국 Shock, 소비 둔화, 판관비 증가)
- 19~20년 경기 바닥 다지기

Positive: 가격(P) 인상, 해외 진출(미국, 중국, 동남아)

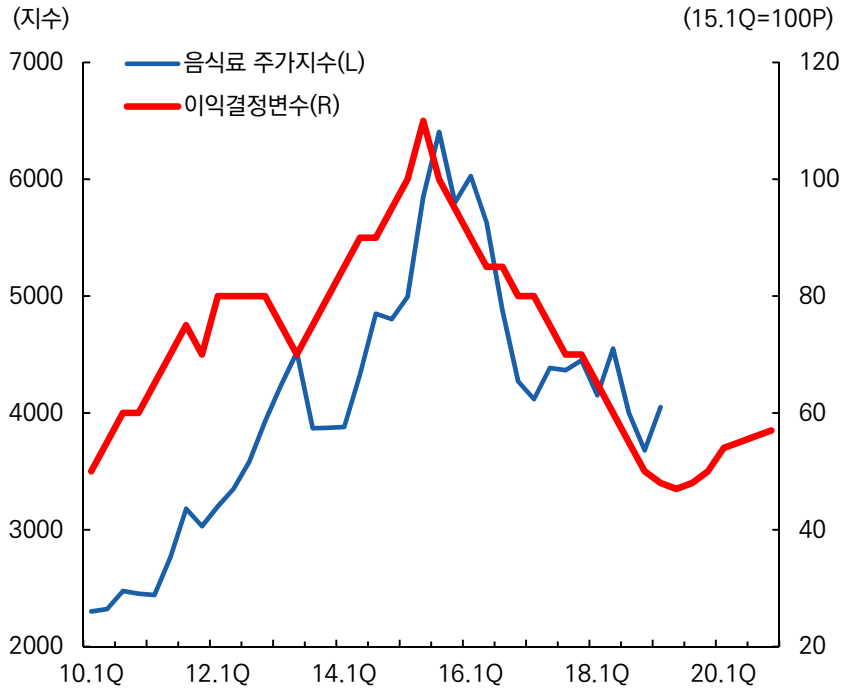
Negative: 소비(Q) 절벽, M/S 경쟁 심화

Neutral: 원재료(C) 가격 안정, 유통채널 변화

BT(Business Transformation)

- 적극적 해외 사업
- 국내외 M&A, 계열사 합병
- 가격 인상(프리미엄)
- 체질 개선/비용 감소

19~20년 음식료 경기 전망(단기)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

KOSPI vs 음식료 주가지수



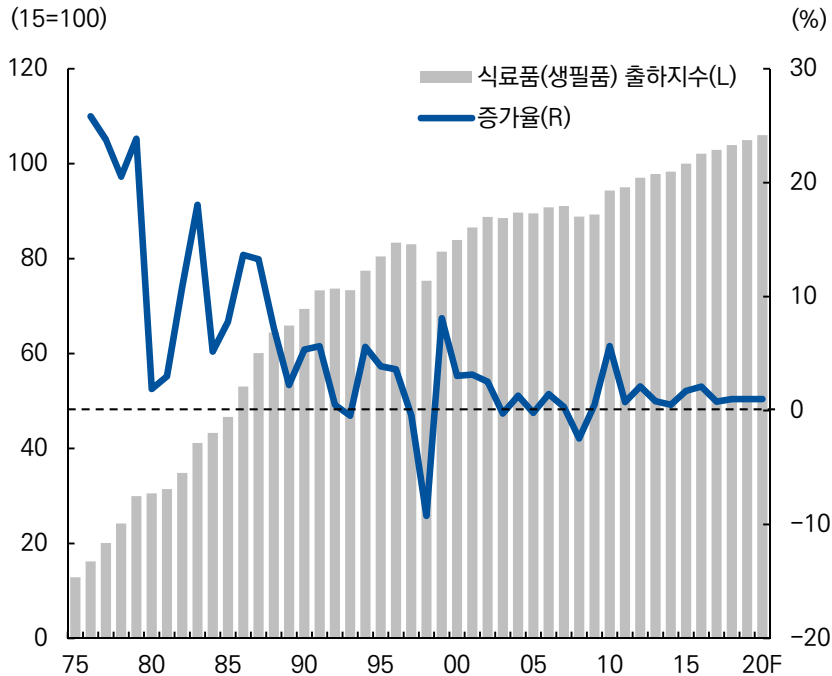
자료: 미래에셋대우 리서치센터

식료품(생필품) 소비 정체 시작

- 19~20년 음식료품 1.5% 성장, 식료품 1%, 음료품 1.5% 성장 예상
- 식료품(생필품), 단기 소비(Q) 정체 시작, 장기 소비 감소 예상
- 음료품(기호품), 단기 소비(Q) 소폭 증가, 장기 소비 정체 예상

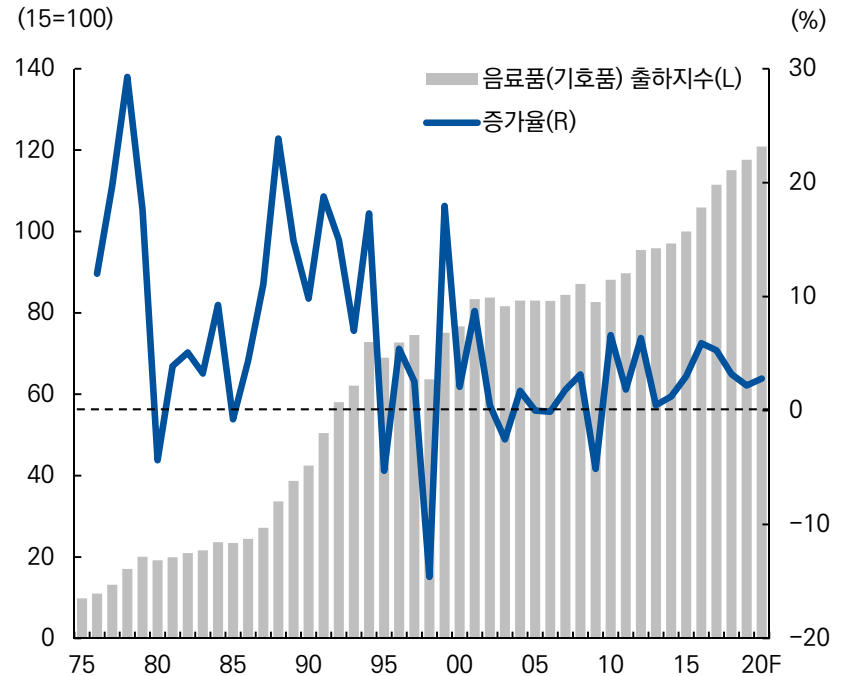
인구 증가율 둔화(향후 정체 및 감소), 1인당 GDP 3만달러 돌파, 고령화(10~20대 인구 감소)
기후 변화, 1인 가구 증가, 다품종 소량 소비, 소확행 소비, 편의점 성장

식료품(생필품) 소비 증가율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

음료품(기호품) 소비 증가율



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

소비 절벽 이유

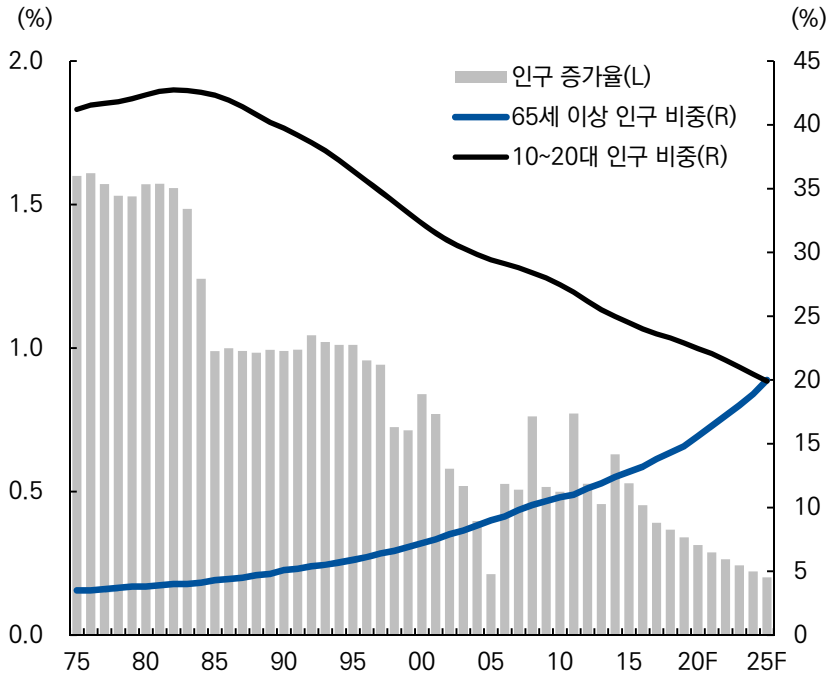
1) 주력 소비층의 이동

- 음식료품의 소비(Q) 성장의 기존 조건 : 인구 증가, 10~20대의 집중 소비, 1~2만달러의 소득
- 인구 증가 둔화
- 주력 소비층의 이동

기존 주력 소비층/소비 주도층: 10~20대

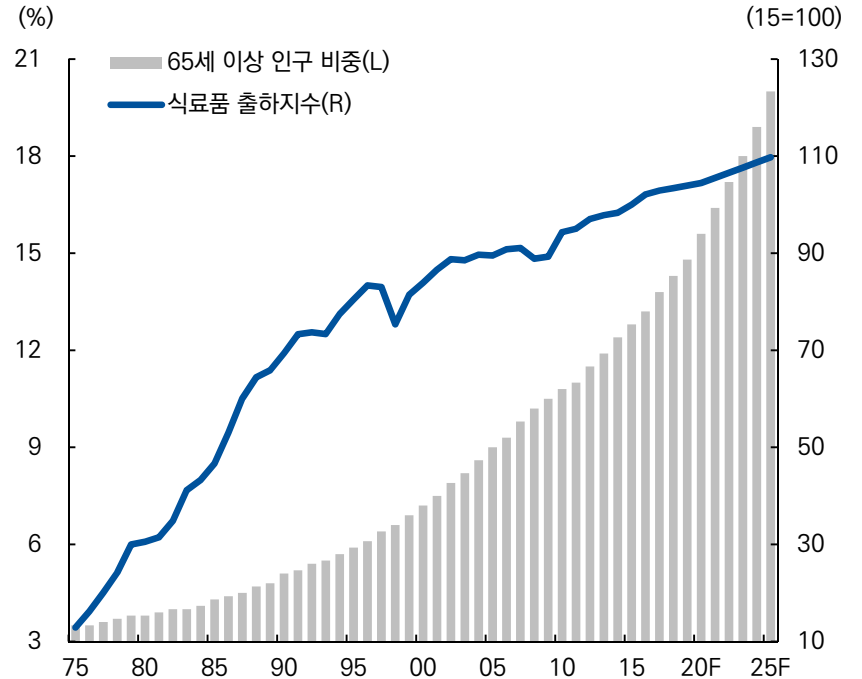
현재 소비 주도층: 10~20대(인구 감소)에서 40~60대(인구 증가)로 이동

한국의 인구 증가율, 고령화, 10~20대 인구 비중



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

한국의 고령화(65세 이상 인구) 속도와 식료품 출하지수



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

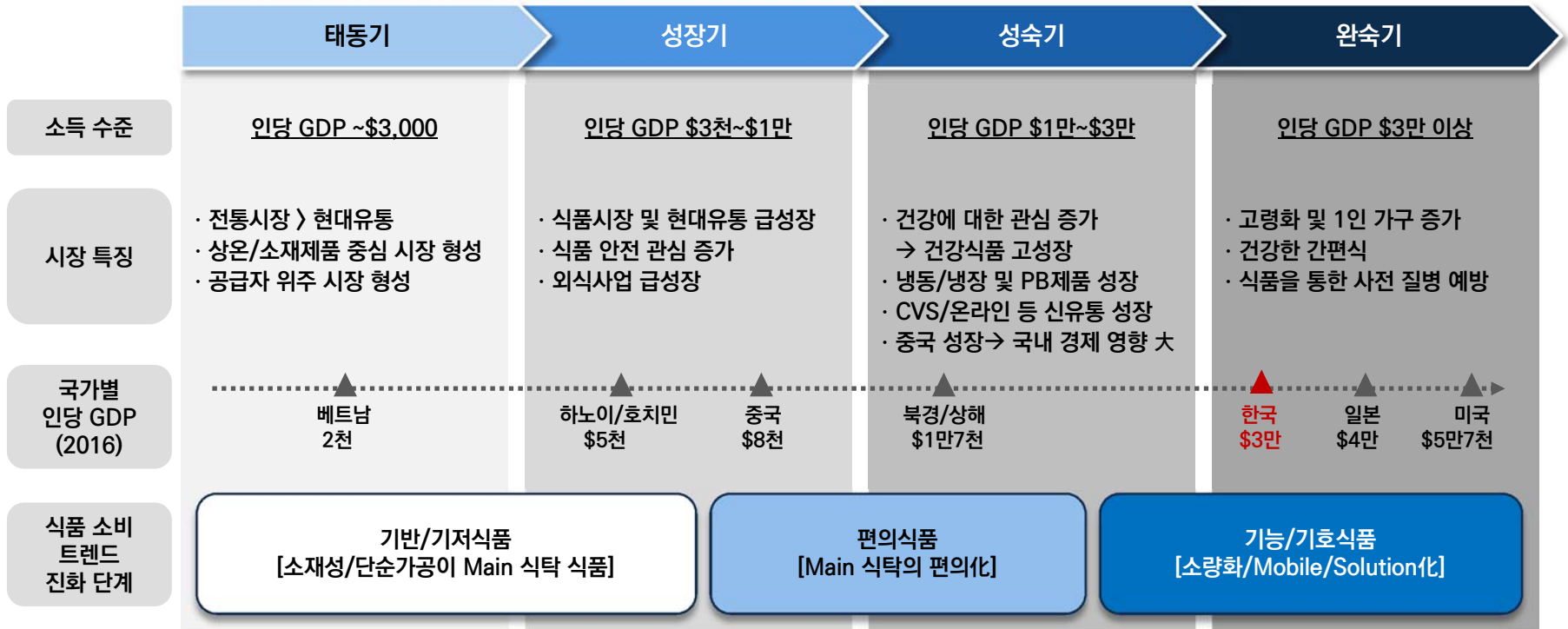
I. 다가오는 소비 절벽

소비 절벽 이유

2) GDP 3 만달러 돌파

- 식품시장, 1인당 GDP에 따라 태동기 → 성장기 → 성숙기 → 완숙기로 구분
- 한국은 3만달러 돌파로 '완숙기' 시장에 진입
- 일본, 미국 등 완숙기 시장에서는 음식료품 소비 정체
- 베트남/동남아시아는 태동기, 하노이/호치민/중국은 성장기

1인당 GDP로 본 식품 시장의 성장 단계, 한국 3만달러 돌파로 완숙기에 진입



자료: 미래에셋대우 리서치센터

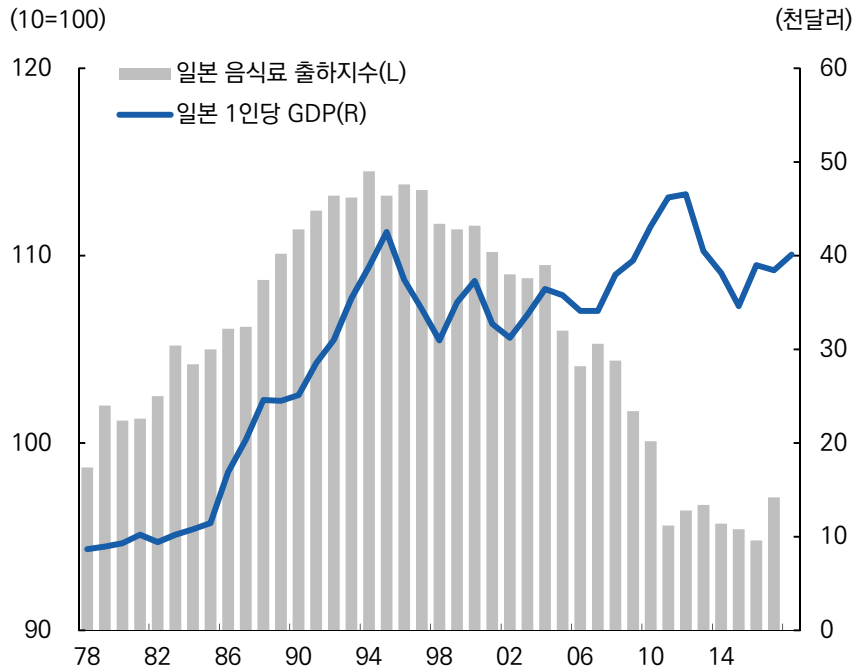
소비 절벽 이유

3) 일본의 사례

(GDP+주력 소비)

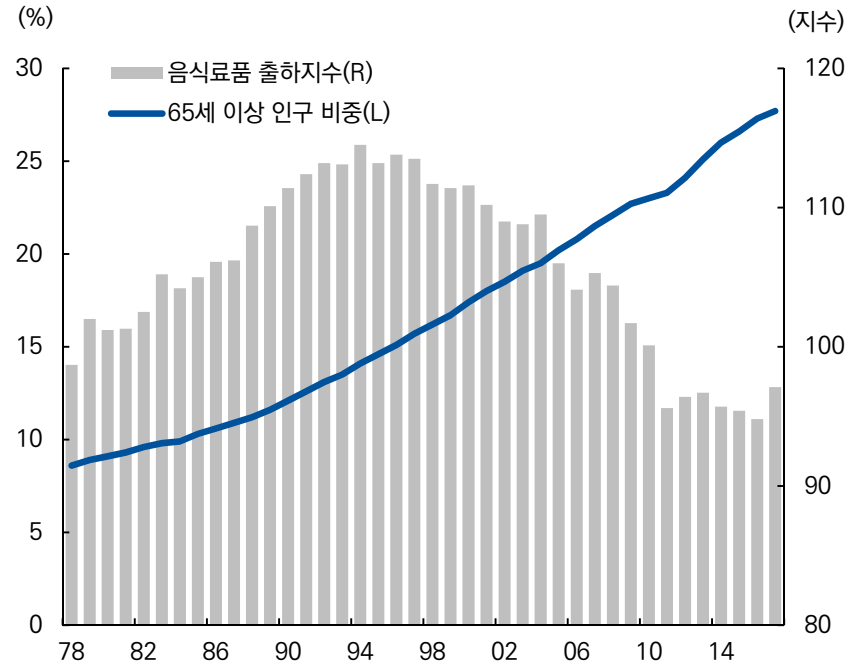
- 일본 사례
 - 93~95년 1인당 GDP 3~4만 돌파하면서 음식료 출하지수 정점 후 하락
 - 92~95년 고령사회(65세 인구비중 14%) 진입하면서 음식료 출하지수 감소
- 한국의 경우
 - 18~20년 1인당 GDP 3만달러 이상, 고령사회 초기 진입(일본의 93~96년과 유사)

일본의 1인당 GDP와 음식료 출하지수



자료: 일본 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

일본의 고령화(65세 이상 인구) 속도와 음식료품 출하지수



자료: 일본 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

1) 1인 소비 자극

-HMR 활성화 초기

- 1인 가구가 소비의 주체로 등장
- 1인 가구 증가로 가정 편의식(HMR), 즉석식품, 냉동/가공식품, 편의점/온라인 성장
- HMR의 성장 단계: 편리성 → 신선/냉동/냉장 → 다양성/다변화 → 프리미엄 일상식
- **한국은 HMR 시장 초기 진입, 음식료품 중 유일한 성장 시장**
- 현재 HMR 시장에 과잉 투자 발생, 매출 위주 정책으로 주요 HMR 기업 적자 발생

1인 가구의 소비 변화와 기업의 대응 전략

1인 가구의 소비 변화

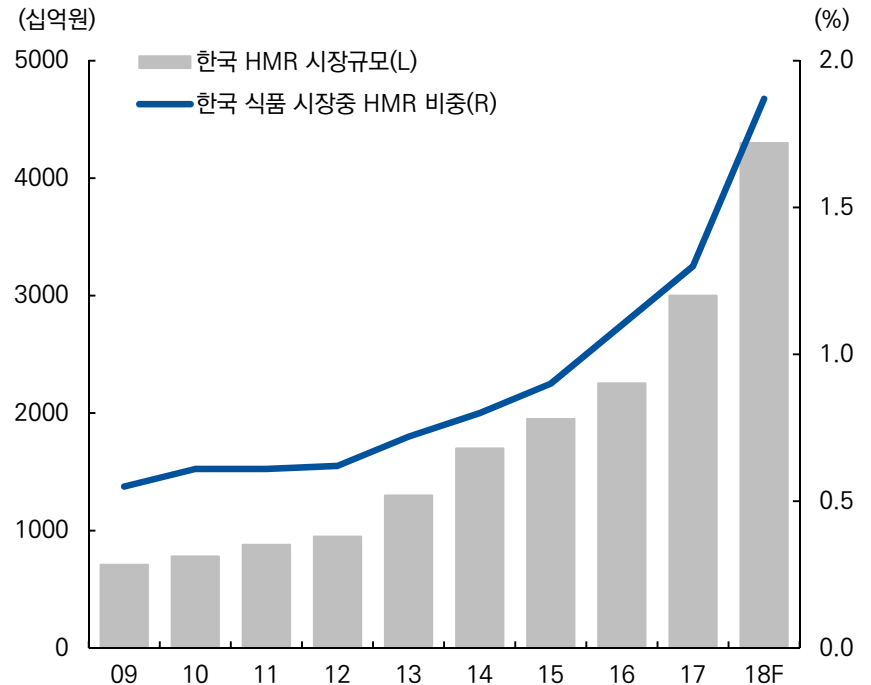
- 소비의 개성화, 다양화
- 다품종 소량 소비
- 저가와 고가의 확실한 구분
- 편의점 + 온라인 소비
- 수입품 소비 증가
- 자기만을 위한 사치 소비
- SNS를 통한 제품 접근

1인 가구 증가에 대한 기업 대응 전략

- HMR 제품 출시
- 포장의 소형화, 디자인화, 맛을 중시한 제품 개발
- 수요가 있다면 경쟁품이어도 수입 판매
- 가성비 높은 저가형 제품 출시
- SNS 마케팅 적극 활용, 온라인 제품(상품) 출시

자료: 미래에셋대우 리서치센터

한국의 HMR 시장규모



자료: 농림축산식품부, 미래에셋대우 리서치센터

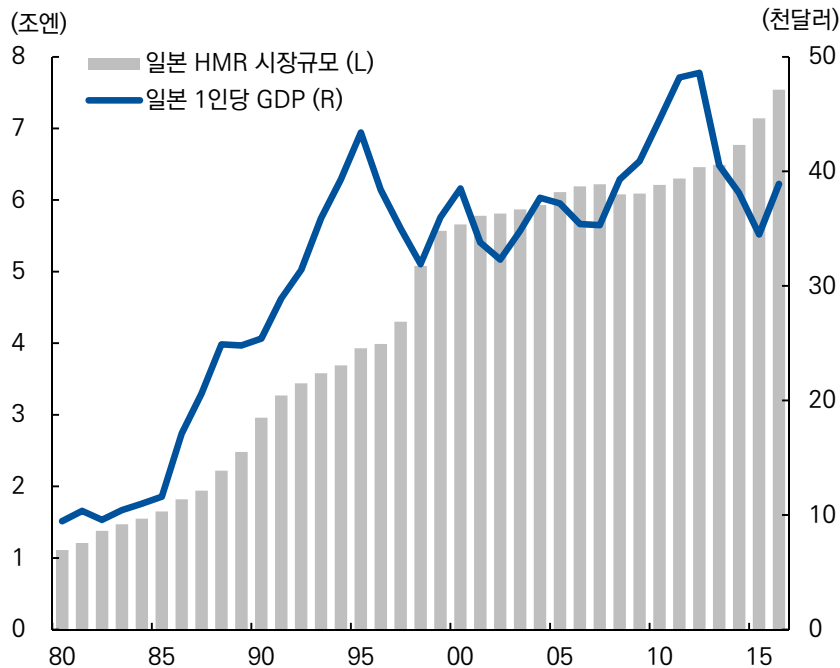
II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

1) 1인 소비 자극

-일본 HMR 성장 사례

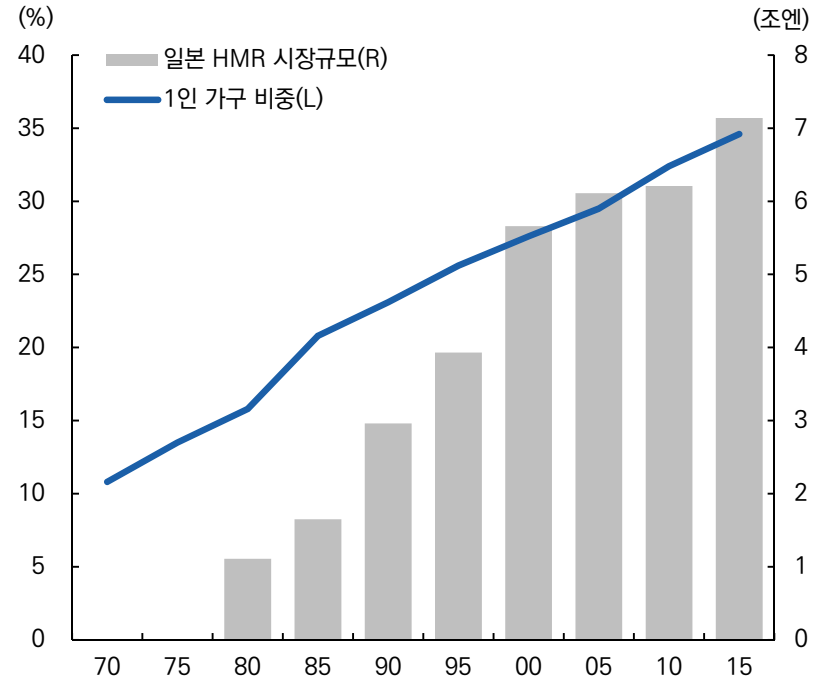
- 90년대 일본 HMR 시장의 성장 조건
1인 가구 25% 도달, 경제 성장 둔화, 1인당 GDP 3만 달러, 편의점 발달
- 일본 1990년대 초반은 한국의 2010년 후반에 해당
10~20년대 한국 HMR 시장 성장 요건 모두 갖춤
1인 가구 비중 25% 이상, 경제 성장 둔화, 1인당 GDP 3만 달러, 편의점 발달

일본의 사례: 1인당 GDP와 HMR 시장규모



자료: 일본 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

일본의 사례: 1인 가구 비중과 HMR 시장규모



자료: 일본 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

2) 가격 인상(프리미엄)

-18년말~19년초
인상 이유

- 00~14년 가격 인상 이유
외부 요인(통제 불가능 변수)인 원가(원재료와 환율) 상승 반영하여 인상
- 15~17년: 원가 안정되어 가격 인상 요인 미약
- 18년말~19년 가격 인상 이유
원가(원재료가격 안정)보다는 내부 요인(판관비, 인건비, 물류비 상승) 상승

18~20년 가격 인상 요인

00~17년 가격 인상 이유

- 국제 원재료 가격(밀, 대두, 원당, 옥수수, 대두유 등)
- 환율(원/달러 환율)
- 소비 증가(수요) 공급

18년말~19년 가격 인상 이유

- 물류비 상승(유가 상승 + 물류비/인건비 상승)
- 인건비 상승(최저 임금 상승 + 자연 임금 상승)
- 판관비 상승(지급수수료 + 마케팅비)
- 프리미엄 제품의 수요 상승(삶의 질 추구)

자료: 미래에셋대우 리서치센터

국제곡물가격과 가공식품 소비자가격 상승률



자료: 통계청, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

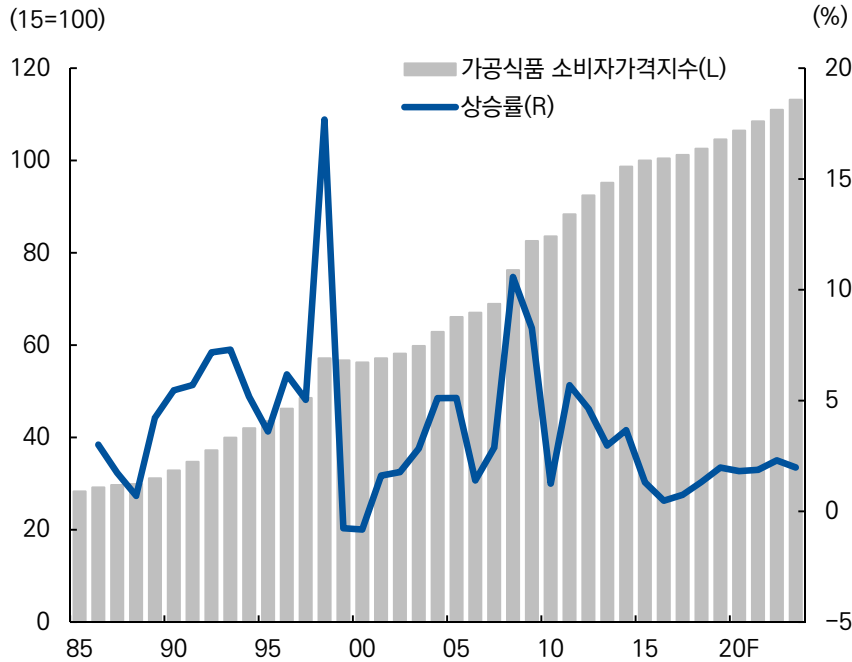
II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

2) 가격 인상(프리미엄)

- 장기 GDP 상승,
프리미엄 수요

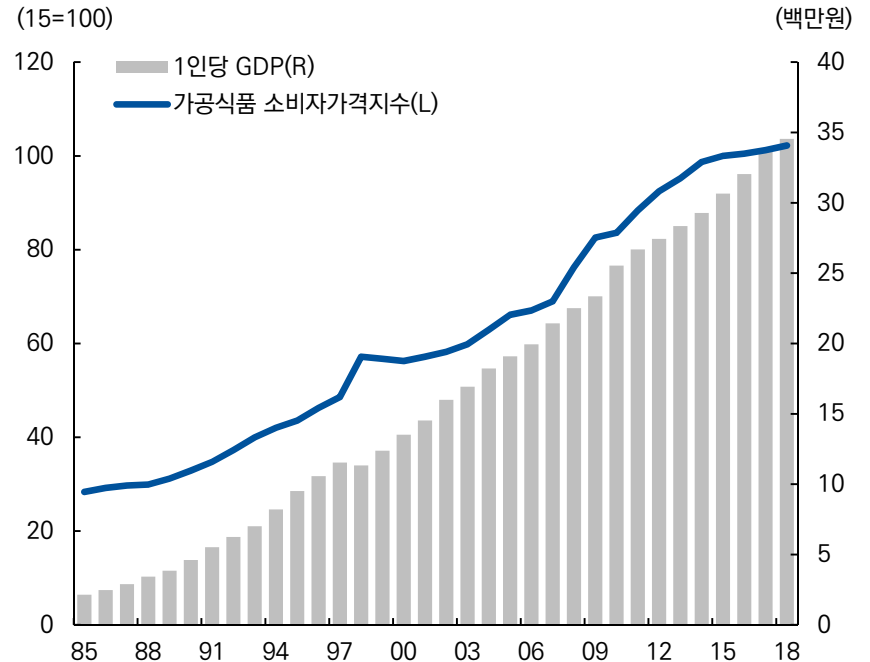
- 음식료에서 가격 인상은 성장의 핵심 변수
- 가격 인상 방법: 기존 제품 가격 인상(수익성과 직접 연결), 신제품 출시, 업그레이드/프리미엄화
- 15~17년 가격 인상 크게 둔화(원가 안정되어 가격 인상 원인 소멸)
- 18년말부터 가격 인상 활발(가공식품, 빵, 외식제품, 소주, 맥주 등 주요 품목 인상)
- 장기로는 GDP 상승과 고급화/프리미엄화에 대한 수요 있어 매년 2% 상승 예상

가공식품 소비자가격지수와 상승률



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

가공식품 소비자가격지수와 1인당 GDP



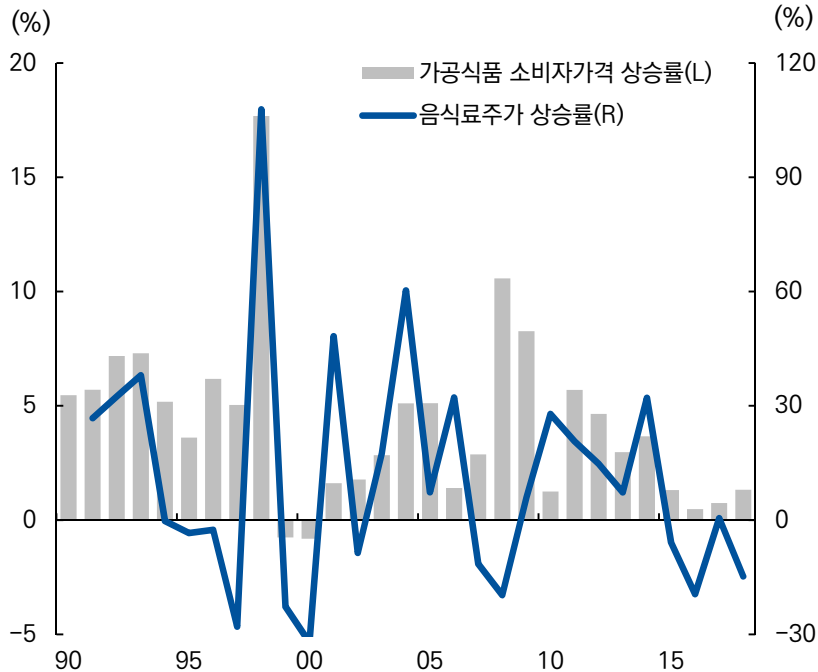
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

2) 가격 인상(프리미엄) -가격 인상은 음식료 주가에 큰 영향

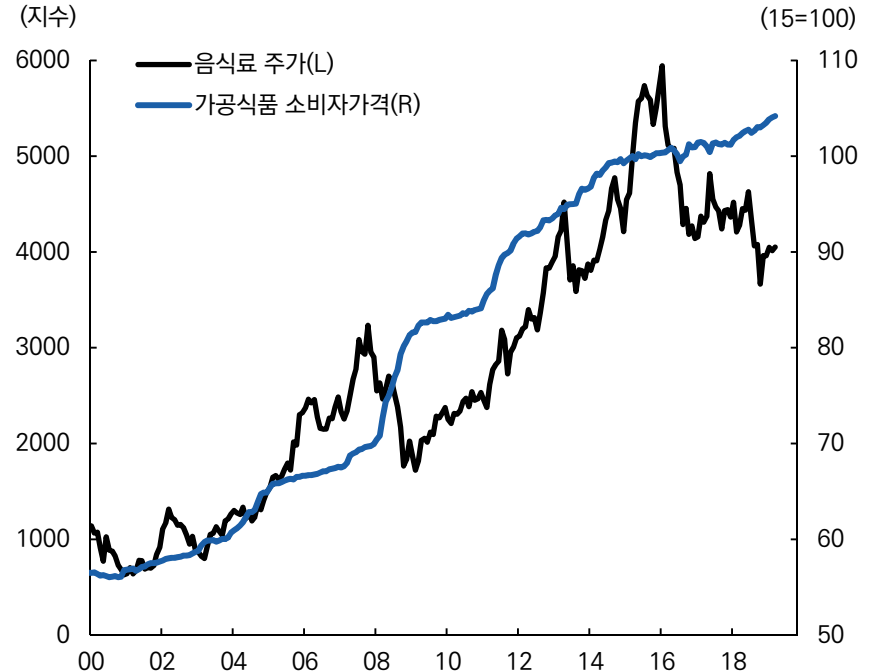
- 가격 인상 후 3개월 소비 감소, 6개월 이후 소비 정상화
- 가격 인상은 6개월 이후 기업 실적 상승으로 나타남
- 음식료 주가 상승기(02~07년, 09~14년) → 가격 인상기
- 음식료 주가 하락기(99~00년, 15~18년) → 가격 정체기
- 19년 연평균 가격 2% 인상 예상 → 주가 반등의 Catalyst

가공식품 소비자가격 상승률과 음식료 주가 상승률



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

가공식품 소비자가격과 음식료 주가



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

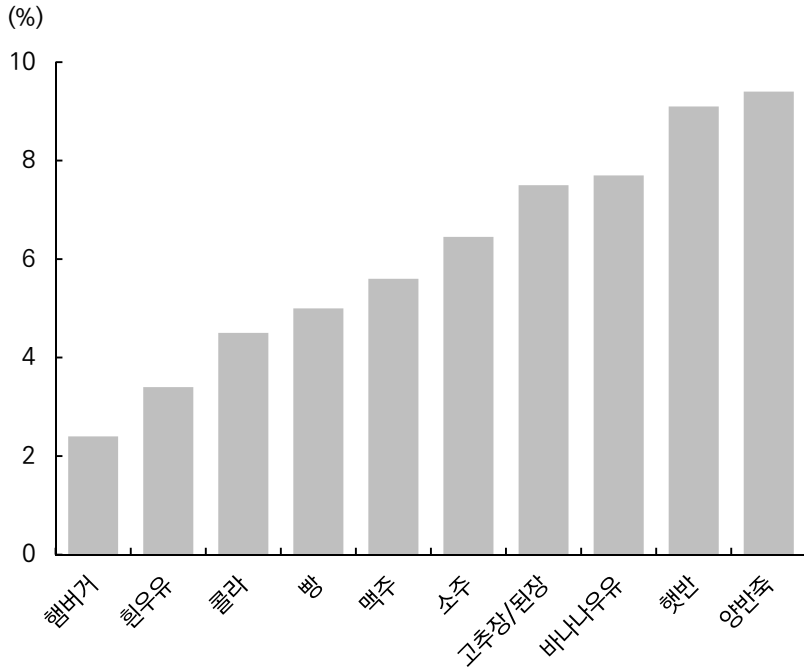
II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

2) 가격 인상(프리미엄)

-가격 인상 효과
저해 요인

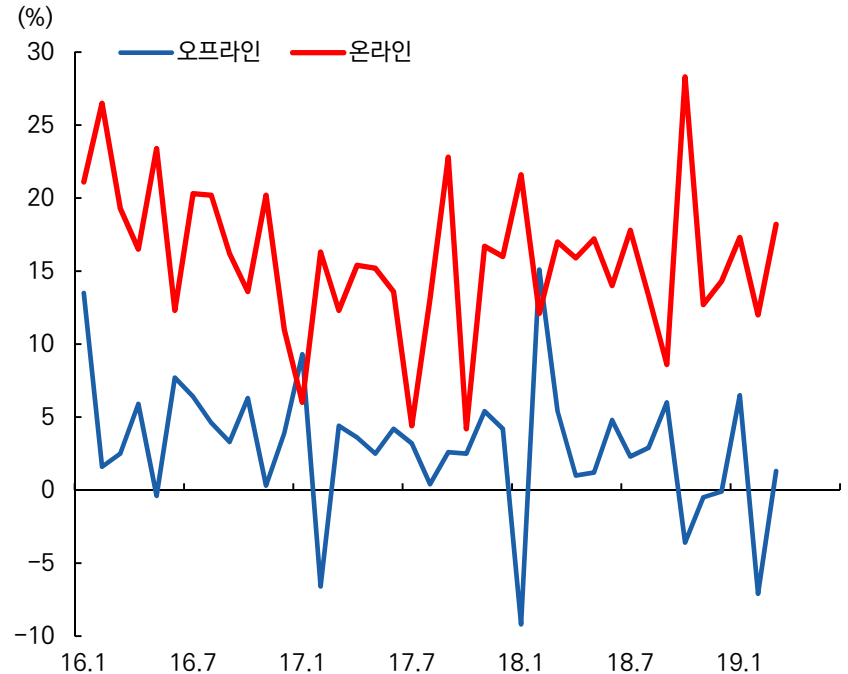
- 18년말~19년초 가격 인상이 실적 상승으로 바로 연결 안되는 이유
- 유통업체의 최저가 경쟁(온라인, 오프라인 모두 최저가 경쟁 치열)
결국 제조업체의 납품가격 인하로 연결(사례, 분유의 최저가 경쟁)
- 유통 구조의 다양화
할인점 위주에서 편의점/온라인으로 다양화되면서 채널별 판매 가격이 다름

18년말~19년초 가공식품 가격 인상률



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

음식료 유통 채널의 주도권 변화(온라인 vs 오프라인 식품 매출 증가율)



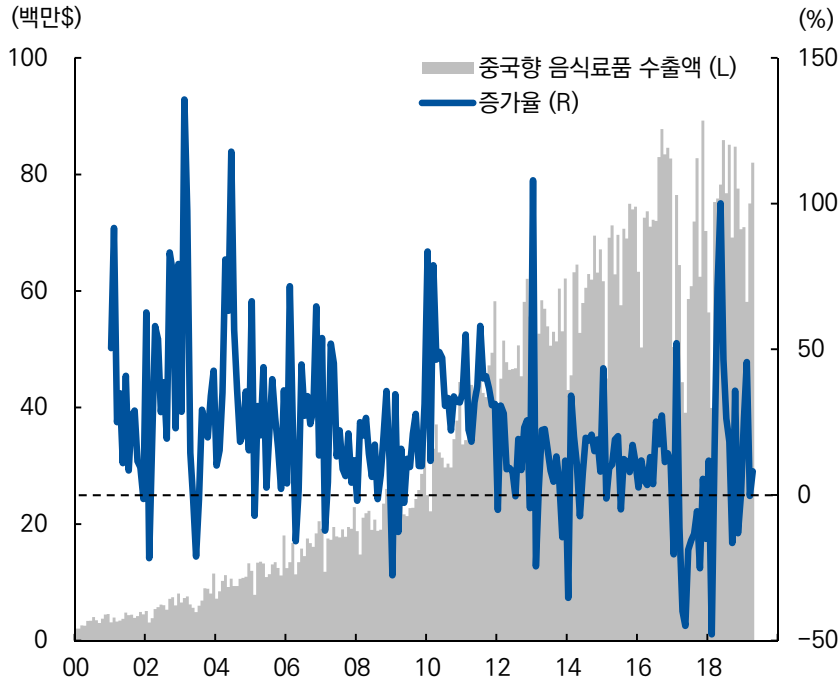
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

3) 해외 시장 개척 -중국 vs 동남아

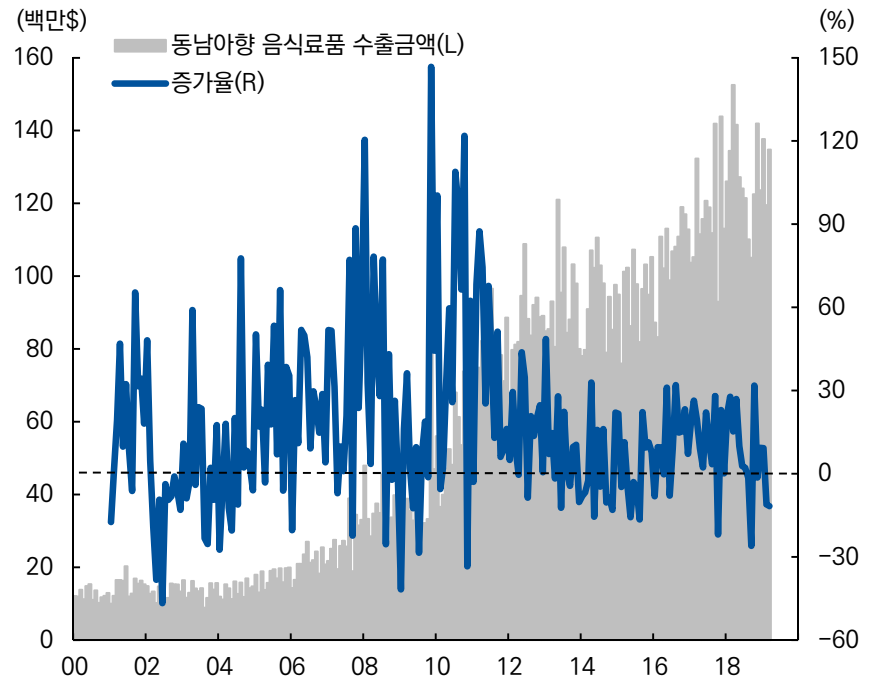
- 해외 시장은 직수출과 해외 현지 생산/판매로 구분, 직수출 → 현지 생산/판매로 전환 중
- 중국: 한한령 여파 벗어나는 중, 하지만 여전히 3불 정책은 유지
- 동남아(인도네시아, 베트남, 말레이시아) 및 중동(UAE 등) 개척, 중국 대체 시장
한류(K-Pop, K-Beauty, K-Drama 적극 활용), 할랄식품 인증 지속
- 최근 선진 시장인 미국 시장 적극 개척

중국향 음식료품 수출 증가율



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

동남아향 음식료품 수출액 증가율



자료: 관세청, 미래에셋대우 리서치센터

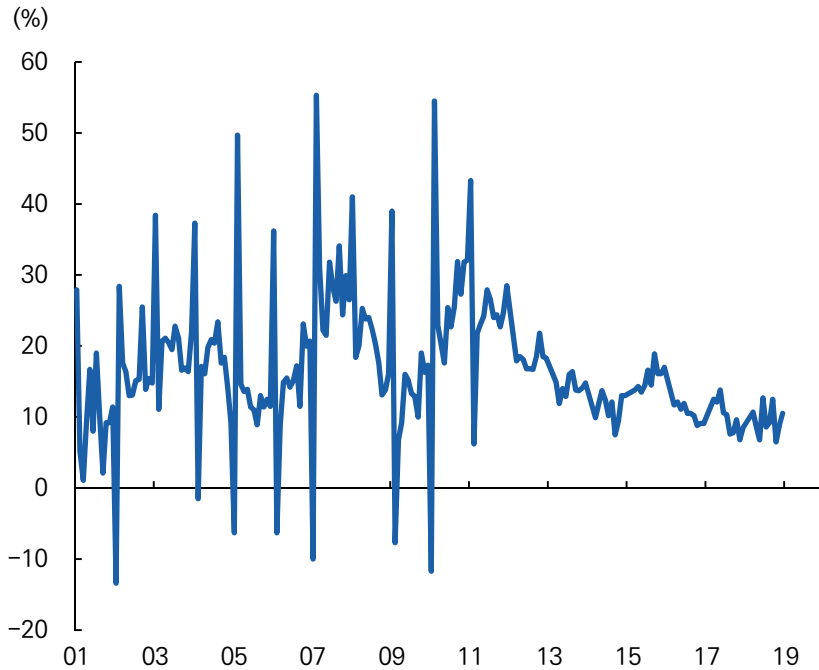
II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

3) 해외 시장 개척

-중국, 포기할 수 없는 시장

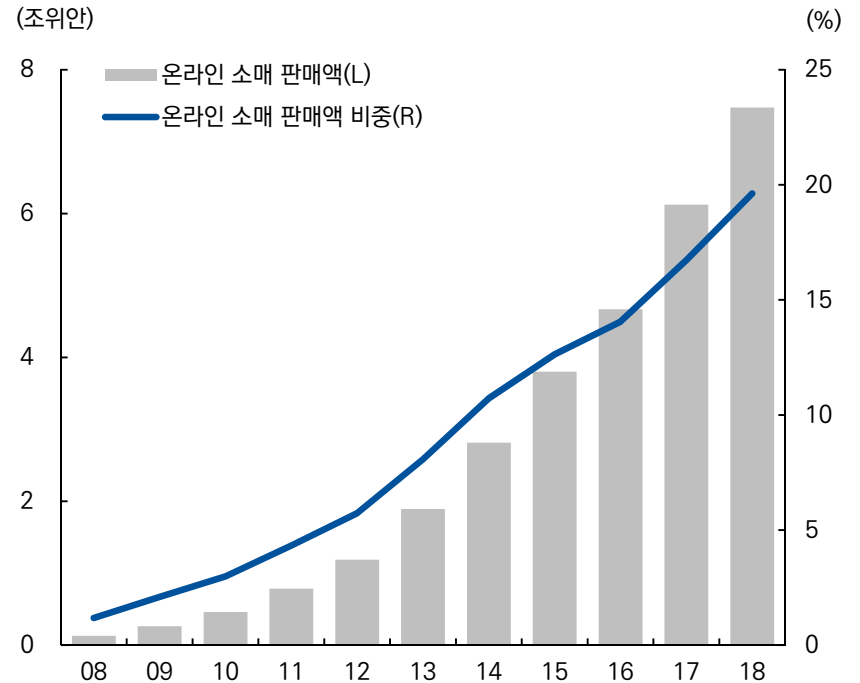
- 중국은 음식료산업 발전 단계 중 '성장기'에 해당
- GDP 5천~2만 달러에서 음식료품 소비 지속 증가(미, 일, 한 모두 동일)
- 유통 채널 확대(TT 채널), 지역 확대(서부 개척), 1인 가구 대응, 경소상 신뢰 관계 구축
- 온라인 채널에 적극 대응: 중국 온라인 판매 비중 20%, 온라인 식품 판매 증가율 30~40%
- 중국 정부의 내수 부양 의지: 증치세(부가가치세, Value Added Tax) 16% → 13% 인하

중국 음식료 소매 판매 증가율



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

중국 온라인 소매 판매 성장률과 비중



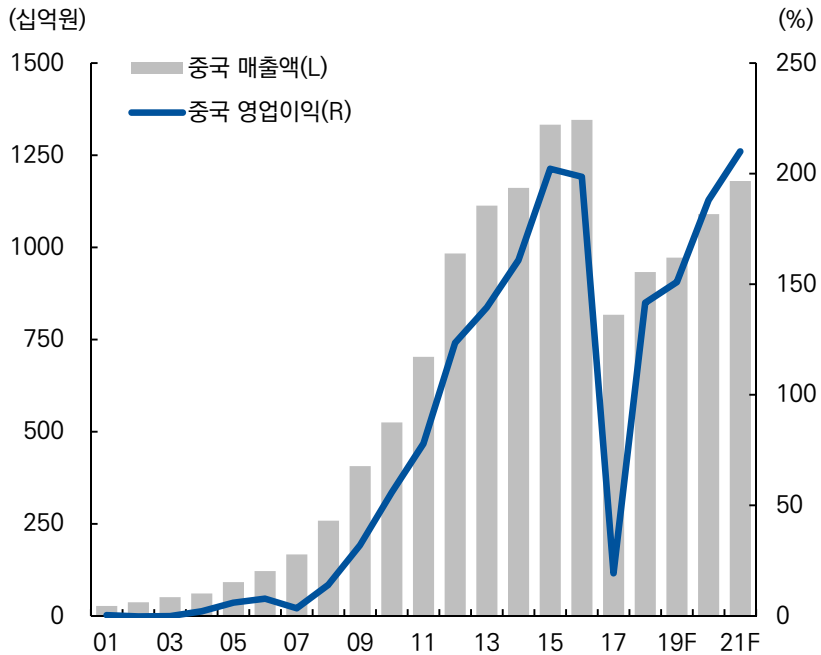
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

3) 해외 시장 개척 -오리온, SPC

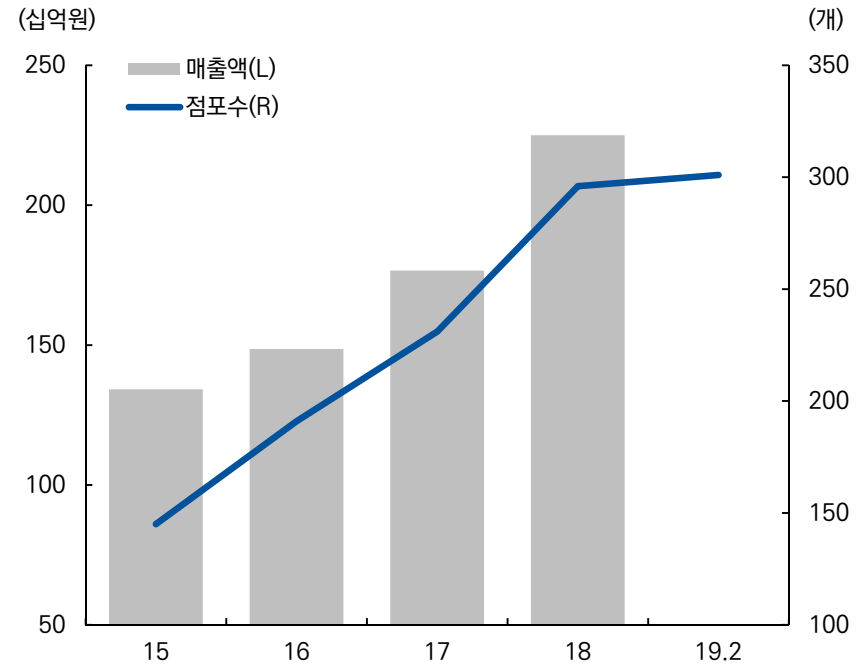
- 오리온: 국내 과자 정체, 중국/베트남/러시아 시장 개척, 중국 05~16년 고성장
17~18년 한한령 영향으로 중국 매출 위축, 19~20년 중국 매출 5~6% 성장 둔화, OPM은 상승
- SPC: 국내 빵 성장 한계, 중국 파리바게뜨 매장 300개 돌파, 중국 주요 대도시 매장 개장
SPC텐진공장(400억원 투자) 준공, 빵, 케익, 채소, 소스 생산

오리온의 중국 매출액과 영업이익의 전망



자료: 오리온, 미래에셋대우 리서치센터

SPC(파리바게뜨)의 중국 매출액 및 매장수 추이



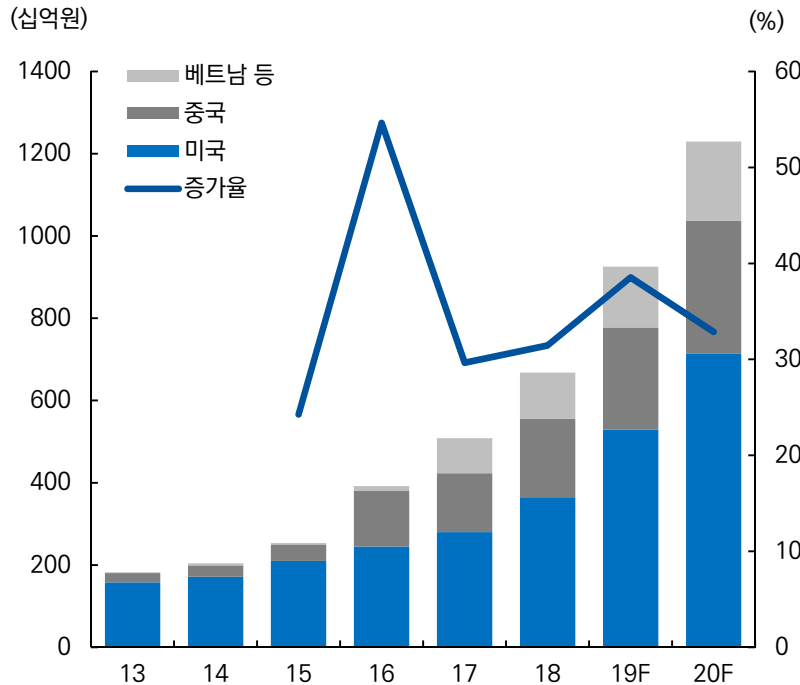
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

3) 해외 시장 개척 -CJ제일제당, 농심

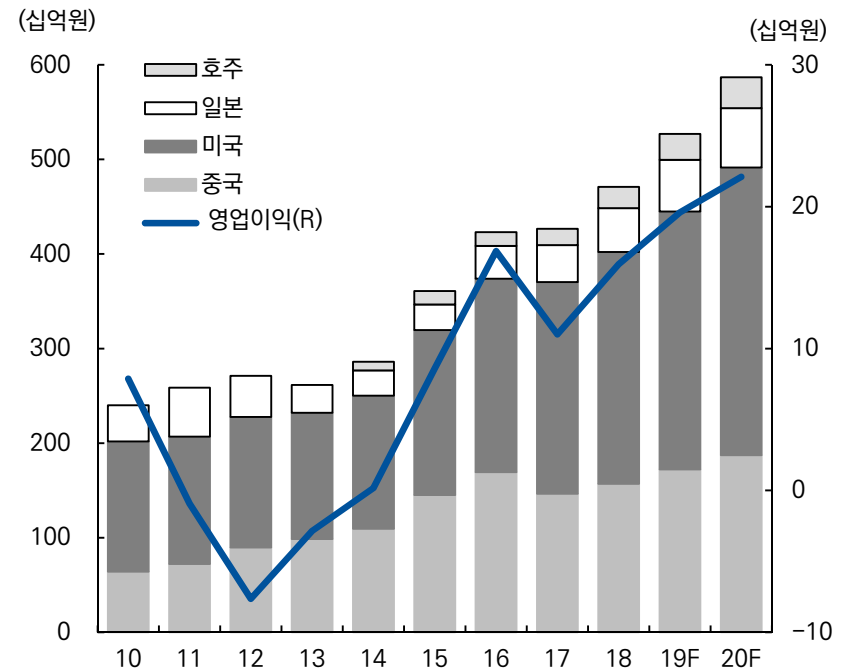
- CJ제일제당: 국내 식품 성장 한계, 미국/중국/베트남/러시아 시장 개척, 19~20년 매출 40% 성장
미국 쉬완스 인수로 미국 시장 본격 개척, 미국 만두(비비고) 시장 고성장 여부가 핵심 포인트
- 농심: 국내 라면 감소, 미국/중국/일본/호주/베트남 시장 개척
미국 제2공장 건설 계획, 중국 서부 개척, 베트남 영업(판매) 시작(동남아의 거점)

CJ제일제당의 가공식품 글로벌 매출액과 성장률 예상



자료: CJ제일제당, 미래에셋대우 리서치센터

농심의 글로벌 매출액과 영업이익 전망



자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

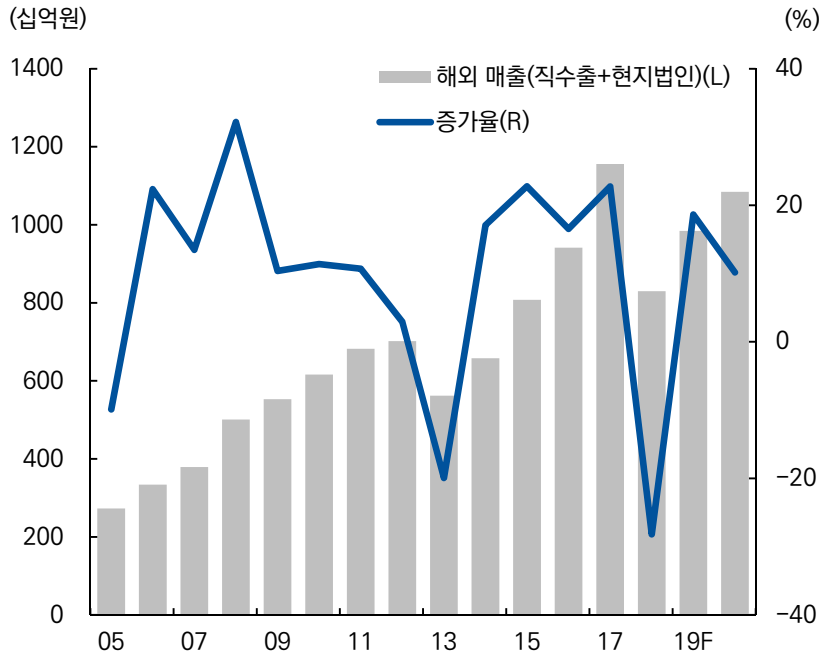
II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

3) 해외 시장 개척

- KT&G, 매일유업

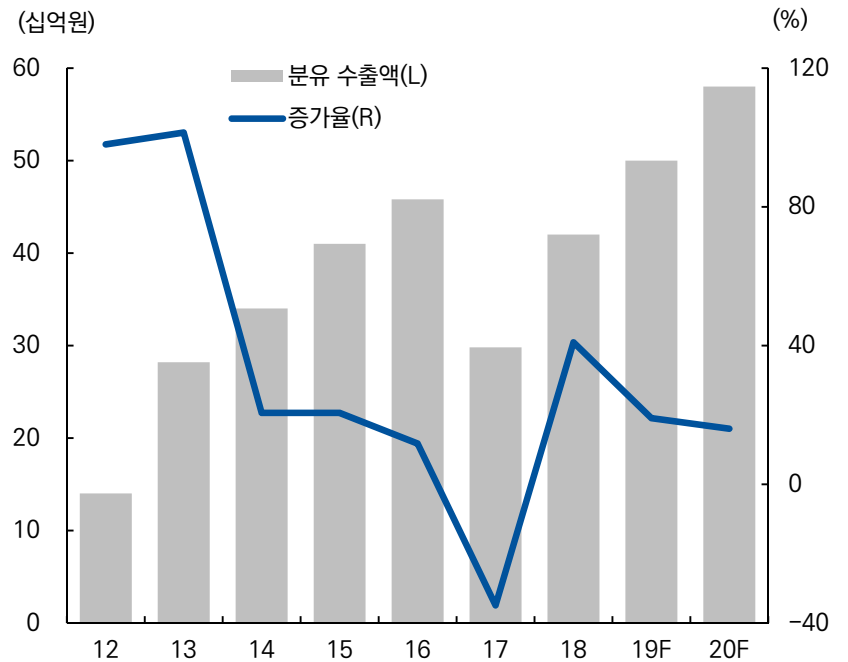
- KT&G: 국내 담배 감소, 중동/미국/인도네시아/남미 시장 개척, 해외 성장이 핵심 포인트
18년 중동 불안(환율, 소비세 상승)으로 수출 급감, 19~20년 중동 소비자 가격 적응기→ 수출 회복
- 매일유업: 국내 분유 감소, 중국/중동/베트남 시장 개척, 해외 성장이 핵심 포인트
17년 중국 분유 수출 급감, 18년 회복, 19년 사상 최고 수출 예상, 향후 중국 직접 투자 예상

KT&G의 글로벌 매출액과 증가율 예상



자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

매일유업의 글로벌 분유 수출액과 증가율 예상



자료: 매일유업, 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

4) 강한 과점(Oligopoly) 유지

- 과점 유지 이유: 1) 다양한 품목, 2) 품목별 작은 시장규모, 3) 유통망 장악, 4) 기존 강한 브랜드 존재
- 과점 위협: 1) 수입품 증가, 2) PB 제품 성장, 3) 과잉 설비 투자
- 대부분 품목 강한 과점 유지, 맥주와 HMR은 과점 흔들

| 품목별 과점 | 내용 | 과점 위협 요인 |
|--------|---|--|
| 과자 | <ul style="list-style-type: none"> - 롯데제과, 오리온, 크라운제과, 해태제과 4사 장기간 과점 - 유통망 장악, 다양한 품목, 품목별 작은 시장 규모 - 성장성 낮고 진입 장벽 강함, 해외 수입 제품 비중 낮음 | <ul style="list-style-type: none"> 수입품 증가 PB 브랜드 증가 소비 감소 |
| 소주 | <ul style="list-style-type: none"> - 하이트진로, 롯데칠성, 지방 소주사 - 주정배정제도, 자도주 보호 등으로 장기간 신규 진입 없음 - 수입제품 없음, 유통망(도매상 제도 등) 장악 | <ul style="list-style-type: none"> 신규 주류 면허 허가 |
| 라면 | <ul style="list-style-type: none"> - 농심, 오뚜기, 삼양식품, 팔도의 장기간 과점 - 유통망 장악/ 강한 기존 브랜드 - 낮은 성장성 | <ul style="list-style-type: none"> 소비 감소 PB 브랜드 증가 |
| 빙과 | <ul style="list-style-type: none"> - 롯데제과, 롯데푸드, 빙그레, 해태제과 장기간 과점 - 강한 계절성, 유통망 장악 - 전방산업(우유산업) 연결성 | <ul style="list-style-type: none"> 소비 감소 고가 아이스크림의 판매 증가 |
| 가공식품 | <ul style="list-style-type: none"> - CJ제일제당, 대상, 동원F&B, 오뚜기, 풀무원 - 다품종 소량 생산(다양한 품목), 품목별 작은 시장규모 - 유통망 장악, 강한 브랜드 형성 | <ul style="list-style-type: none"> 수입품 증가 PB 브랜드 증가 소비자 기호 변화 |

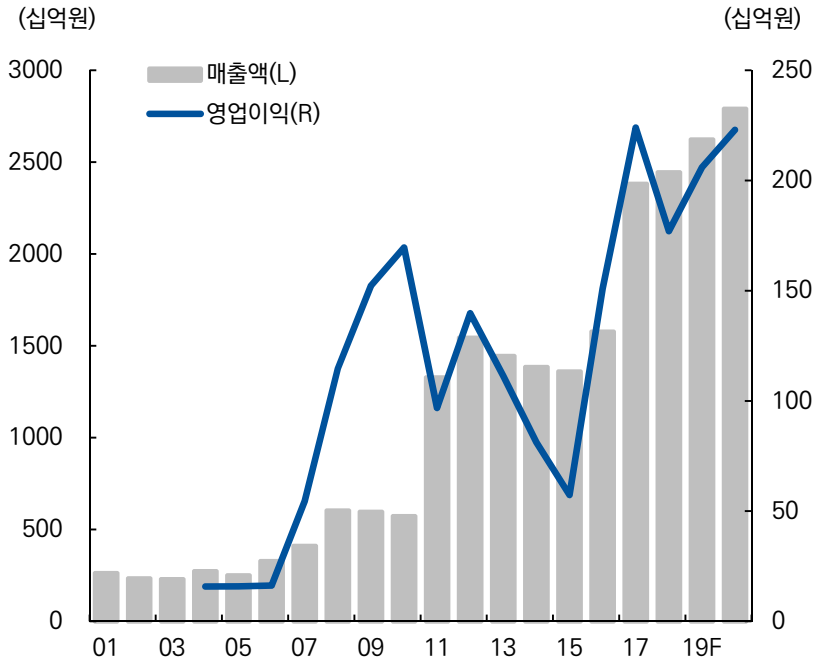
자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 돌파 전략(Breakthrough Strategy)

5) 기업간 M&A - 동원산업, 오뚜기

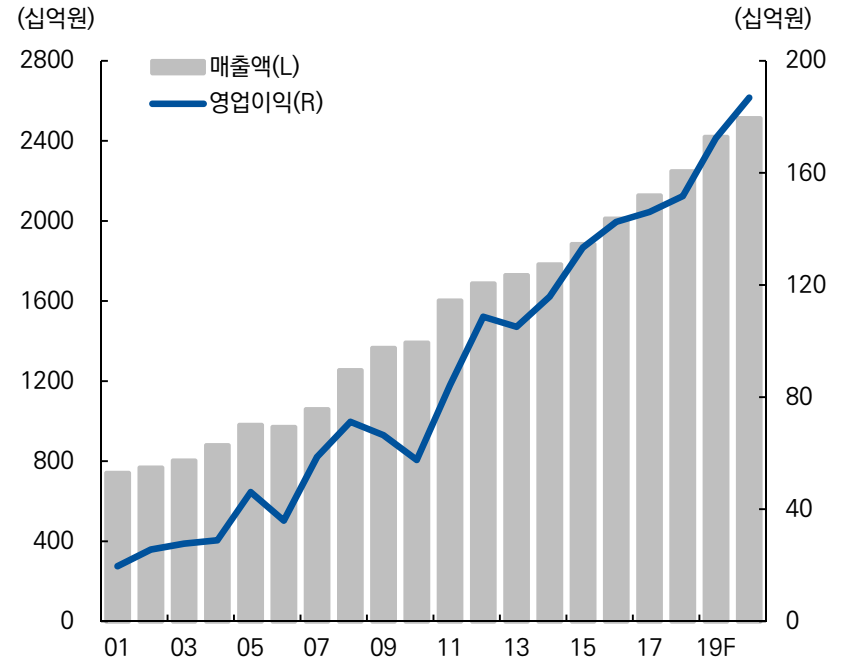
- 동원산업: 스타키스트/동부익스프레스 인수로 수산 부문 축소, M&A로 사업구조 대변환
19년 BIDC(저온물류 창고) 인수, 동원냉장 합병으로 성장 지속
- 오뚜기 : 17년 오뚜기물류 등 3개사, 18년 오뚜기제유 등 3개사 종속기업으로 연결 또는 합병
19~20년 오뚜기라면(지분율 27.65%), 조흥(44.89%) 종속기업 연결 예상

동원산업의 매출액과 영업이익 전망



자료: 동원산업, 미래에셋대우 리서치센터

오뚜기의 매출액과 영업이익 전망



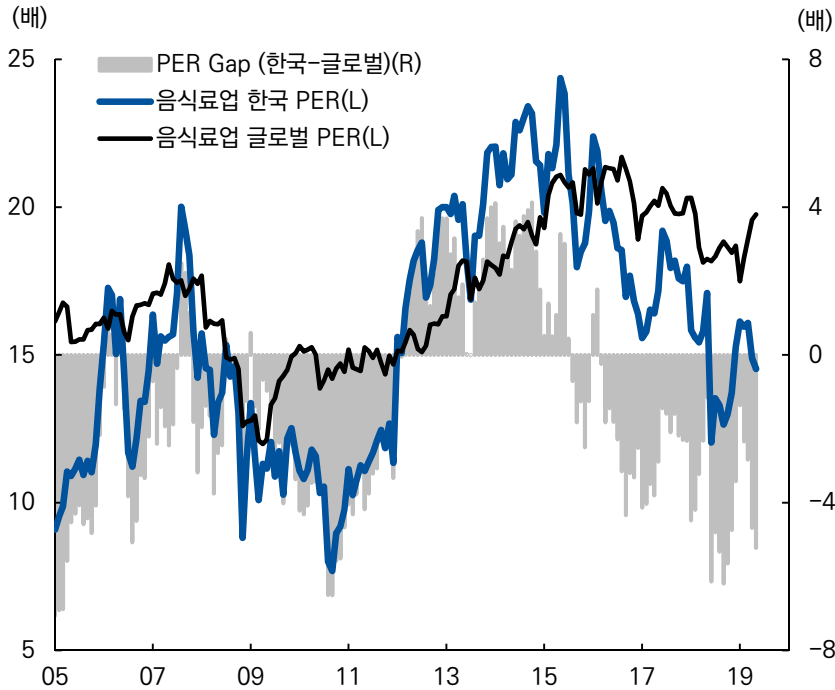
자료: 오뚜기, 미래에셋대우 리서치센터

III. Global Peer Group (Valuation)

Valuation

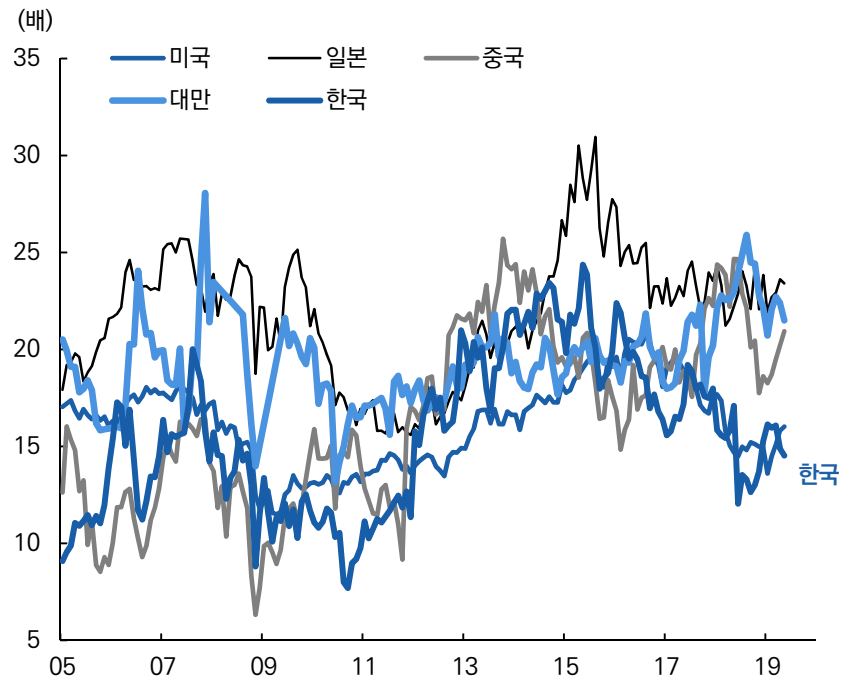
- 16~18년 China Shock, 가격 인상 둔화, 실적 부진 여파로 Valuation 하락
- 19년 한국 음식료 Valuation은 Global Peer Group(글로벌 음식료)보다 20% 정도 낮음
- Global Peer Group 대비 Valuation 매력 발생
- KOSPI 대비 Valuation 높지만, Global Peer와 비교하면 접근 가능한 Valuation 수준

한국과 글로벌 음식료 PER과 Gap



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

주요국의 음식료 PER 추이

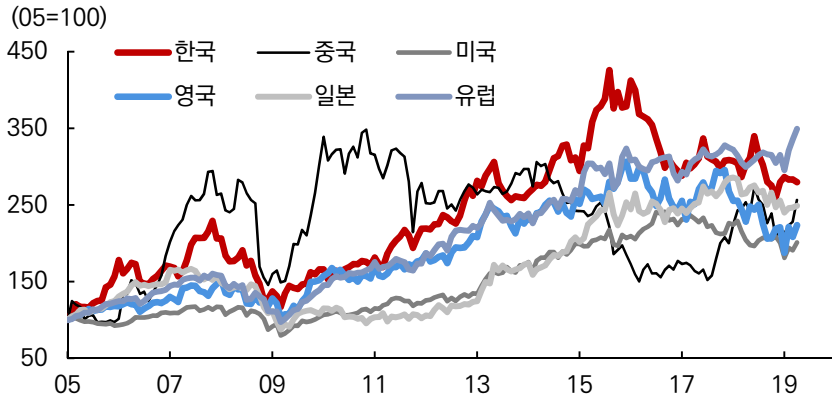


자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

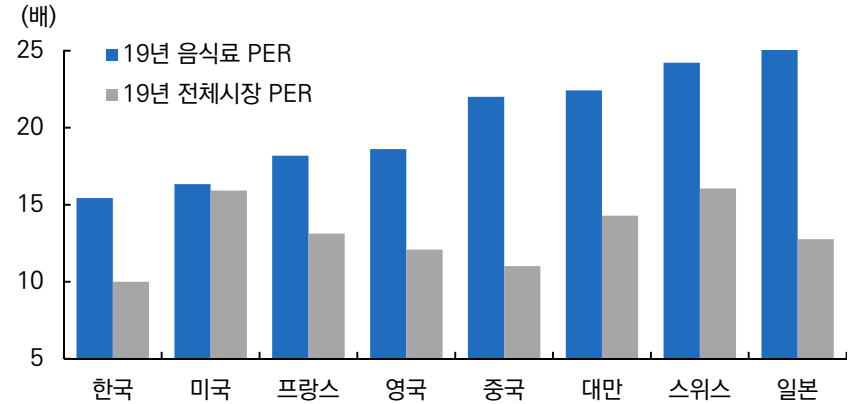
III. Global Peer Group (Valuation)

주요국의 음식료 주가와 Valuation

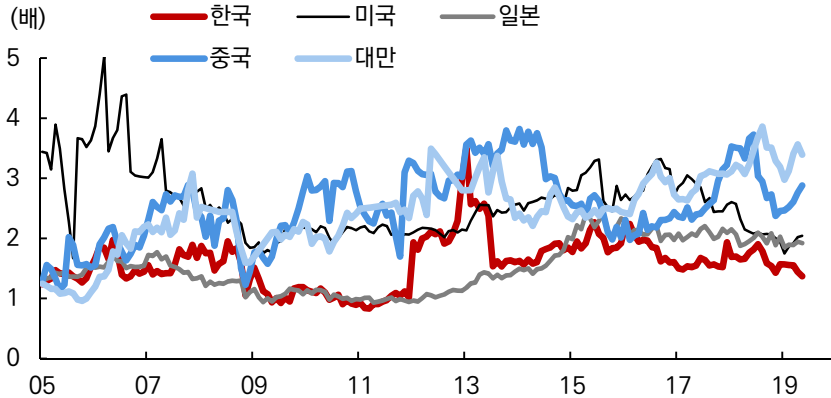
주요 국가별 음식료 주가



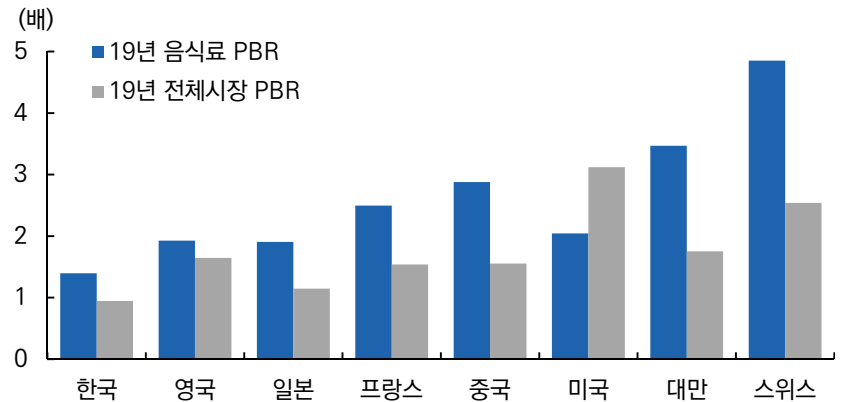
주요 국가별 음식료 PER과 시장 PER 비교



주요국의 음식료 PBR 추이



주요 국가별 음식료 PBR과 시장 PBR 비교



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

19~20년에 악재보다 호재가 많다

| (Maintain) | 매수 |
|-----------------|---------|
| 목표주가(원, 12M) | 135,000 |
| 현재주가(19/5/3, 원) | 100,500 |
| 상승여력 | 34% |

| | | | |
|--------------------------|----------|------|------|
| 영업이익(19F, 십억원) | 1,416 | | |
| Consensus 영업이익(19F, 십억원) | 1,427 | | |
| EPS 성장률(19F, %) | 17.5 | | |
| MKT EPS 성장률(19F, %) | -18.2 | | |
| P/E(19F, x) | 13.0 | | |
| MKT P/E(19F, x) | 12.2 | | |
| KOSPI | 2,196.32 | | |
| 시가총액(십억원) | 13,798 | | |
| 발행주식수(백만주) | 137 | | |
| 유동주식비율(%) | 73.0 | | |
| 외국인 보유비중(%) | 52.0 | | |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.16 | | |
| 52주 최저가(원) | 96,000 | | |
| 52주 최고가(원) | 110,500 | | |
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -3.8 | 2.8 | 2.1 |
| 상대주가 | -3.5 | -1.9 | 15.7 |

투자포인트

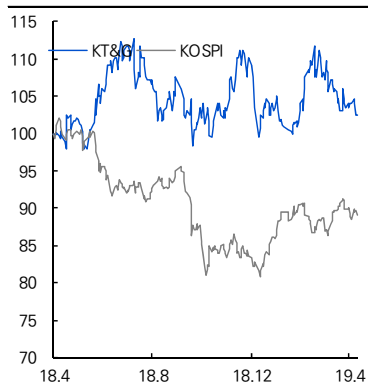
- 국내 담배에서의 실적 개선(전자담배 성장, 일반담배 기대 이상, 시장점유율 상승)
- 직수출 회복과 해외 현지법인의 성장

중동 지역 소비자는 높아진 담배 소비자가격에 적응 중, 19년 1Q부터 수출 회복 단계
해외 현지법인(인도네시아의 KT&G-I, 트리삭티, MMM과 미국)도 매출 고성장

- 부동산 매출 증가, 수원부지 18~22년까지 매출액 1.7조원, 영업이익률 40%

Risk 요인

- 비우호적인 국내 담배 환경, 이란 수출 환경, 미국의 액상형 담배인 줄(Juul) 한국 진출 예상



| 결산기 (12월) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19F | 12/20F | 12/21F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 4,503 | 4,667 | 4,472 | 4,914 | 5,124 | 5,180 |
| 영업이익 (십억원) | 1,470 | 1,426 | 1,255 | 1,416 | 1,496 | 1,596 |
| 영업이익률 (%) | 32.6 | 30.6 | 28.1 | 28.8 | 29.2 | 30.8 |
| 순이익 (십억원) | 1,231 | 1,164 | 902 | 1,060 | 1,113 | 1,192 |
| EPS (원) | 8,965 | 8,476 | 6,567 | 7,719 | 8,110 | 8,681 |
| ROE (%) | 18.6 | 15.7 | 11.4 | 12.7 | 12.6 | 12.5 |
| P/E (배) | 11.3 | 13.6 | 15.5 | 13.0 | 12.4 | 11.6 |
| P/B (배) | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| 배당수익률 (%) | 3.6 | 3.5 | 3.9 | 4.2 | 3.8 | 4.6 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KT&G, 미래에셋대우 리서치센터

해외 시장에서 길을 찾다

| | |
|-----------------|---------|
| (Maintain) | 매수 |
| 목표주가(원, 12M) | 350,000 |
| 현재주가(19/5/3, 원) | 277,500 |
| 상승여력 | 26% |

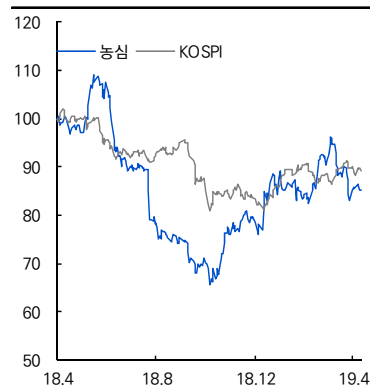
| | | | |
|--------------------------|----------|------|-------|
| 영업이익(19F, 십억원) | 102 | | |
| Consensus 영업이익(19F, 십억원) | 105 | | |
| EPS 성장률(19F, %) | 12.0 | | |
| MKT EPS 성장률(19F, %) | -18.2 | | |
| P/E(19F, x) | 17.9 | | |
| MKT P/E(19F, x) | 12.2 | | |
| KOSPI | 2,196.32 | | |
| 시가총액(십억원) | 1,688 | | |
| 발행주식수(백만주) | 6 | | |
| 유동주식비율(%) | 49.6 | | |
| 외국인 보유비중(%) | 20.6 | | |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.26 | | |
| 52주 최저가(원) | 214,000 | | |
| 52주 최고가(원) | 356,000 | | |
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -5.8 | 23.6 | -15.4 |
| 상대주가 | -5.5 | 18.0 | -4.2 |

투자포인트

- 해외 시장(미국, 중국, 일본, 호주, 베트남) 성장
 - 미국(신공장 건설 계획, 판매 지역 확대), 중국(서부 개척, 온라인 확대), 베트남(동남아 교두보)
- 건면(Non-frying)을 통한 새로운 시장 개척
- 국내 라면 경쟁 완화 가능성(신제품 출시 축소, 마케팅 축소 가능)
- 라면 가격 인상 기대(스낵과 생수는 이미 인상)

Risk 요인

- 국내 라면(물량) 감소 가능성, 국내 기존 사업 창조적 파괴(Creative Destruction)가 필요



| 결산기 (12월) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19F | 12/20F | 12/21F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 2,217 | 2,208 | 2,236 | 2,310 | 2,390 | 2,467 |
| 영업이익 (십억원) | 90 | 96 | 89 | 102 | 112 | 121 |
| 영업이익률 (%) | 4.1 | 4.3 | 4.0 | 4.4 | 4.7 | 4.9 |
| 순이익 (십억원) | 199 | 91 | 84 | 94 | 103 | 109 |
| EPS (원) | 32,764 | 14,905 | 13,858 | 15,521 | 16,859 | 17,967 |
| ROE (%) | 11.6 | 5.0 | 4.5 | 4.9 | 5.2 | 5.3 |
| P/E (배) | 10.1 | 23.8 | 18.4 | 17.9 | 16.5 | 15.4 |
| P/B (배) | 1.1 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 배당수익률 (%) | 1.2 | 1.1 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.6 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 농심, 미래에셋대우 리서치센터

Business Transformation

| | |
|-----------------|---------|
| (Maintain) | 매수 |
| 목표주가(원, 12M) | 110,000 |
| 현재주가(19/5/3, 원) | 86,600 |
| 상승여력 | 27% |

| | | | |
|--------------------------|---------|------|------|
| 영업이익(19F, 십억원) | 84 | | |
| Consensus 영업이익(19F, 십억원) | 84 | | |
| EPS 성장률(19F, %) | 4.0 | | |
| MKT EPS 성장률(19F, %) | -18.2 | | |
| P/E(19F, x) | 10.6 | | |
| MKT P/E(19F, x) | 12.2 | | |
| KOSDAQ | 761.82 | | |
| 시가총액(십억원) | 679 | | |
| 발행주식수(백만주) | 8 | | |
| 유동주식비율(%) | 42.2 | | |
| 외국인 보유비중(%) | 15.2 | | |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.36 | | |
| 52주 최저가(원) | 71,800 | | |
| 52주 최고가(원) | 101,500 | | |
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | -0.3 | 15.5 | 9.5 |
| 상대주가 | -2.0 | 4.7 | 24.5 |

투자포인트

- 중국향 분유 수출 회복 중, 18년 55% 성장, 19년 20% 성장 예상
- 흰우유(매출비중 20%), 15~18년 적자에서 19~20년 소폭 흑자 전환 가능
원유 생산량 축소, 탈지분유 재고 축소, 흰우유 가격 인상 가능
- 유기농 우유(매출비중 7~8%)는 수요 증가와 시장 선점 효과로 마진 확대
- 국내 분유/흰우유 위주에서 가공유, 커피음료, 치즈, 유기농, 수출 등으로 사업구조 전환 중

Risk 요인

- 국내 조제분유(매출비중 9~10%)의 매출 감소, 국내 유제품 시장의 성장 한계



| 결산기 (12월) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19F | 12/20F | 12/21F |
|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | - | 881 | 1,300 | 1,326 | 1,366 | 1,418 |
| 영업이익 (십억원) | - | 51 | 77 | 84 | 91 | 99 |
| 영업이익률 (%) | - | 5.8 | 5.9 | 6.3 | 6.7 | 7.0 |
| 순이익 (십억원) | - | 35 | 61 | 64 | 71 | 78 |
| EPS (원) | - | 6,928 | 7,893 | 8,207 | 9,073 | 9,998 |
| ROE (%) | - | 12.1 | 19.2 | 17.0 | 16.1 | 15.4 |
| P/E (배) | - | 9.6 | 10.0 | 10.6 | 9.5 | 8.7 |
| P/B (배) | - | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |
| 배당수익률 (%) | - | 0.7 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 0.6 |

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

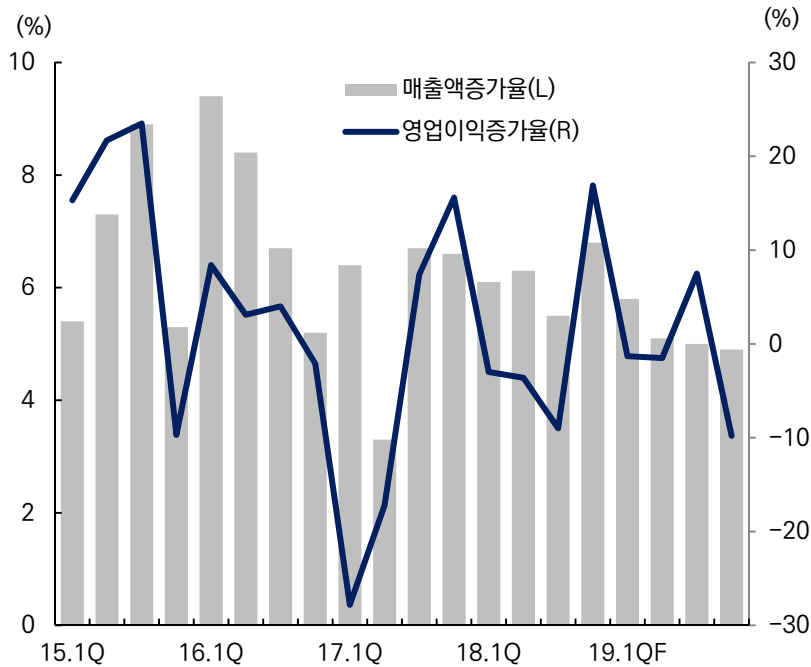
자료: 매일유업, 미래에셋대우 리서치센터

[결론] BT(Business Transformation)

- 16~18년 음식료 경기 하락세, 영업실적 둔화/하락세
- 19년 음식료 경기 바닥 확인
- 19~20년은 BT(Business Transformation) 시기
- 해외 시장, 국내/해외 M&A, 체질 개선/비용 절감

- 사업구조 변화 기업에 관심
- Top Picks
 - KT&G: 수출 반등, 전자담배 흑자 확대
 - 농심: 미국, 중국 매출 성장, 국내 경쟁 완화
 - 매일유업: 중국 분유 수출 증가, 유제품 확장

음식료 실적 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

음식료의 투자 기준(Criteria)

- 19~20년 비즈니스 트랜스포메이션 시기

- 음식료 투자 기준
 - 해외 사업 추진
 - 지속적 M&A로 성장 지속
 - 사업구조 변화 추진
 - 체질 개선/비용 절감 가능

- Top Picks
 - KT&G, 농심, 매일유업

자료: 미래에셋대우 리서치센터