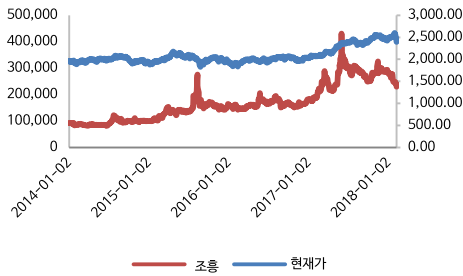


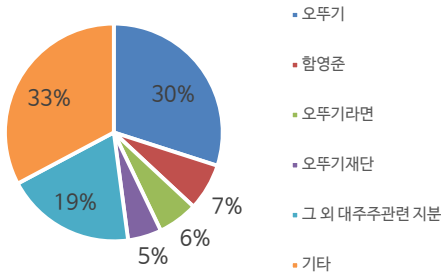
조흥 (002600)

KOSPI 지수 및 동사 주가 추이



목표주가 452,800원
현재주가 235,000원
상승여력 92%

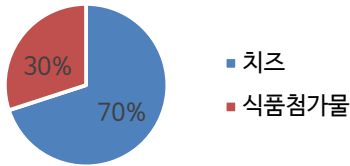
주주현황



Highlights

1. 1인가구 증가에 따른 간편식품인 냉동피자의 성장
2. 치즈시장의 성장에 따른 매출증대
3. 배당성향 증가 가능성
4. FTA체결에 따른 관세인하 및 향후 폐지
5. 환율변동에 따른 위험의 효과적 대처

매출구성



동사 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
매출액	99	96	100	113	113	130
매출원가	85	85	89	100	100	107
매출총이익	14	11	11	13	14	22
판매비와 관리비	4	5	5	5	7	11
영업이익	10	6	6	7	7	12
금융수익	1	1	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1	1
금융비용	1	2	1	0	0	1
이자비용	1	2	1	0	0	1
기타영업외손익	0	2	1	-1	1	-1
세전이익	10	9	7	7	8	10
법인세비용	2	2	2	2	2	2
계속사업이익	8	8	5	5	7	8
중단사업이익	0	0	0	0	0	0
당기순이익	8	8	5	5	7	8

투자자 거래동향

일자	기관	외국인	거래량
2018.02.08	-7	+5	506
2018.02.07	+1	-11	637
2018.02.06	+123	+64	1,674
2018.02.05	+10	-159	908
2018.02.02	0	+1	209
2018.02.01	+1	-11	1,087
2018.01.31	+1	+95	1,231
2018.01.30	-2	+16	587

Business Description - 기업 소개 및 매출 구성

Summary

당사는 1959년 2월 11일에 기초 화학물을 제조 및 판매하는 목적으로 조흥화학공업(주)를 설립했다. 하지만 매출 부진으로 인해 주력으로 삼아오던 화학제품의 생산을 중단하고, 현재는 식품 및 식품첨가물을 판매하고 있다. 이후, 기업 이미지 제고를 위해 2004년 9월에 주식회사 조흥으로 상호를 변경했다.

치즈의 수요가 다양해지면서 시장이 확대되고 있으며, 당사의 제품 및 상품 매출의 대부분은 모두 국내에서 이루어지고 있다.

현재 지분구조는 오투기 29.95%,함염준 6.98% 그 외 대주주관련 지분 포함 총 67.2%, 그 외 나머지 지분 38.2% 가 기타 시장거래자들을 통해 시장에서 유통되고 있다.

매출 구성

당사의 매출구성은 치즈 및 식품첨가물을 만들어서 판매하는 제품과 치즈를 수입하여 판매하는 상품으로 구성되어 있다. [그림1]을 보면 2017년 3분기 기준 80:20로 변했는데 이는 2016년 5월 출시된 냉동피자의 흥행과 더불어 자사 치즈제조부문의 성장과 식품첨가물의 성장에 따른 결과 때문이다.

당사 매출의 주 판매처로는 제과제빵재료에 쓰이는 식품첨가제의 납품처로 롯데브랑제리, 사니, 뚜레주르, 파리크라상, 피자치즈에 쓰이는 재료 납품을 하는 곳으로는 피자스쿨과 피자마루, 냉동피자 납품을 하는 곳으로는 (주)오투기,BGF리테일이 있다.

제품 소개

1) 코다노 치즈

기존의 치즈시장에서는 슬라이스 치즈의 소비가 주를 이루었으나, 최근 치즈를 음식 위에 뿌리거나 녹여 먹는 토핑 문화가 보편화됨에 따라 슈레드 및 자연치즈의 소비가 증가하고 있다. 당사의 코다노 치즈의 경우 슈레드 치즈로서 피자, 샌드위치,육가공,제빵등에 사용되고 있다.

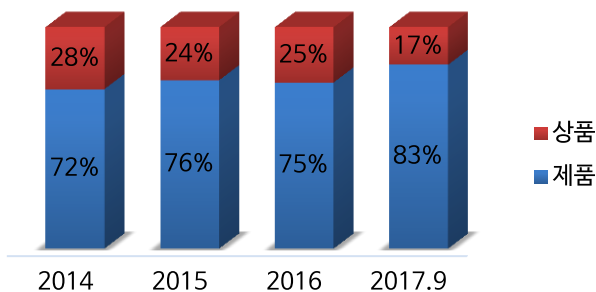
2) 오투기 피자

당사는 1인 가구 및 맞벌이가구의 증가와 HMR시장의 급속한 성장에 따라 모회사인 오투기의 상표를 이용한 오투기 피자를 출시하였다. 당사의 피자는 저렴한 가격으로 간단히 먹을 수 있는것이 특징이며 2016년 5월 출시 후 큰 폭의 매출성장을 기록하고 있다. 최근에 컵피자,프리미엄 피자 등의 신제품들을 출시함으로써 상품의 다양화를 시도하고 있다.

3) 이스트

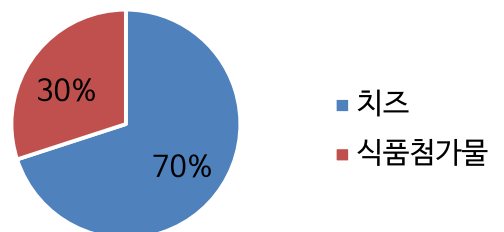
제빵원료의 필수제품으로써 서구화된 식습관으로의 영향으로 빵에 대한 소비가 증가함에 따라 매출증대가 기대된다. 당사가 판매하고 있는 이스트의 종류로는 생이스트,드라이이스트, 이스트엑기스,불활성건조효모,마우리 생이스트,마우리 인스턴트, 베타글루칸이있다

그림1. 매출에서 차지하는 제품과 상품의 비율



자료 : DART, Argonauts

그림2. 매출에 차지하는 치즈와 식품첨가물의 비율



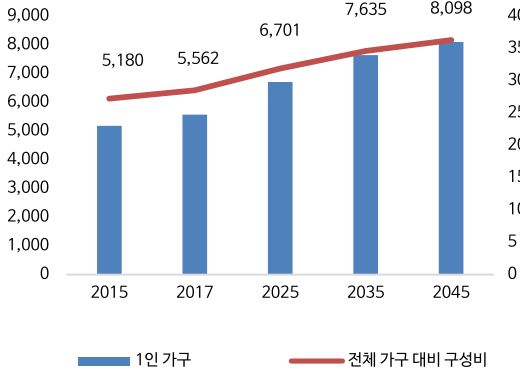
자료 : DART, Argonauts

1인가구 증가에 따른 간편식품인 냉동피자의 성장

**1인 가구 증가와
간편식 시장(HMR)
의 성장**

2015년 기준 1인 가구 수는 518만, 2017년은 556만, 2025에는 670만까지 연평균 대략 10만 가구가 증가할 것으로 통계청은 예측했다. 1인 가구의 주요구매 품목으로는 생수를 제외하면 남녀 모두 간편식이 가장 높은 비율을 보이고 있다. 당사의 경우 주 거래처에 치즈, 제과제빵 재료, 냉동피자를 판매 하고 있기에 1인 가구 증가와 그에 따른 간편식 시장 증가는 당사에게 유리하게 작용할 것이다.

그림3. 1인 가구 증가 (단위: 가구, %)



자료 : 통계청, Argonauts

그림4. 1인가구 주요구매 품목

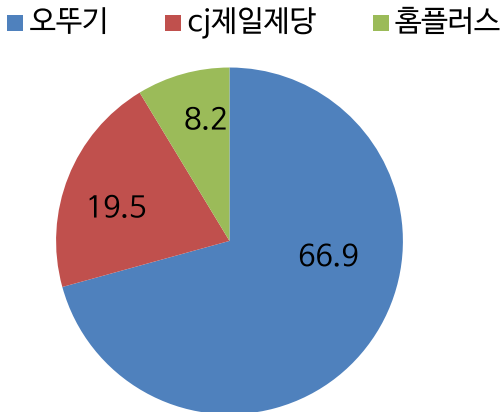
여성	간편 50%	생수 46%	가공식품 46%	정육/계란 46%
남성	생수 60.7%	간편 54.2%	가공식품 54.2%	

자료 : 오픈서베이, Argonauts

**압도적인 점유율과
냉동피자 시장의 성장**

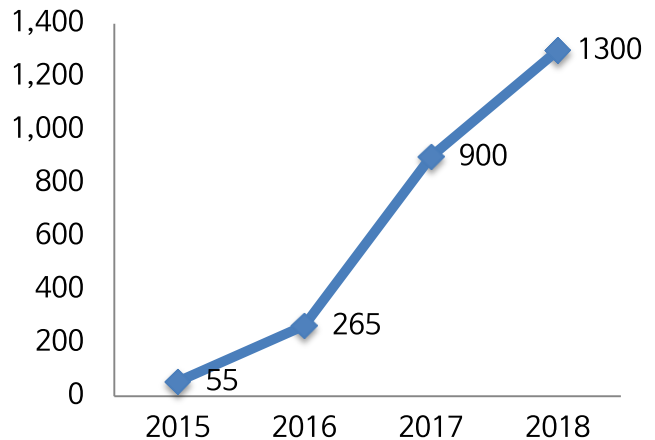
냉동피자 시장은 2015년 55억, 2016년 265억, 2017년 900억으로 성장했으며, 2018년엔 1300억으로 전망된다. 당사의 경우 2017년 11월 기준 냉동피자 시장 점유율 66.9%를 기록한 '오뚜기 냉동피자'의 제조사로서, 오뚜기향 납품금액이 16년 2분기 13억원에서 17년 2분기에 90억원으로 1년 사이 7배로 증가했다. 향후 냉동피자 시장이 큰 폭으로 성장할 것으로 전망됨에 따라, 당사의 오뚜기향 납품금액은 더욱 증가할 것으로 기대된다.

그림5. 냉동피자 17년 11월 점유율 (단위: %)



자료 : 링크아즈텍, Argonauts

그림6. 냉동피자 시장 규모 (단위: 억)



자료 : 헤럴드경제, Argonauts

국내 치즈시장의 성장에 따른 수혜

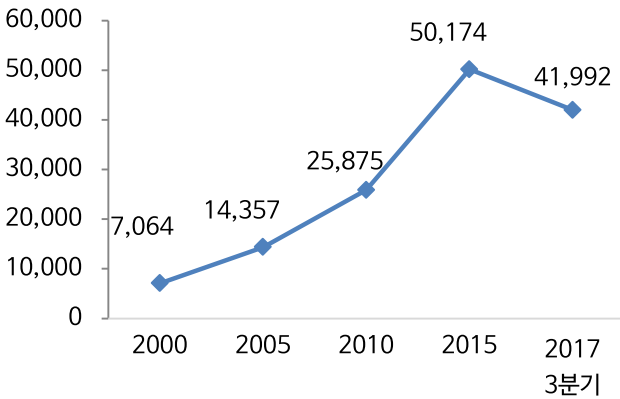
당사 주력상품인 치즈의 시장규모 확대

국내 치즈 수입물량은 2003년 5만8000t에서 2017년 9월 기준 9만 9000t으로 71.7% 증가했다. 치즈수입 물량이 큰 폭으로 증가한 이유로는 국내 치즈 수요의 증가와 주요 치즈 수입국과의 FTA체결이 주 원인이다.

당사의 치즈 매출액은 17년 3분기 750억 원으로 전체 매출의 61.4%를 차지하고 있다. 또한, 당사에서 발표한 자료에 따르면 당사의 치즈 사업부문의 점유율은 22%를 차지하고 있다. 이에, 국내 치즈 수요의 증가는 당사의 매출 성장에 기여할 수 있을 것으로 전망된다

그림 7. 치즈 수입액 동향

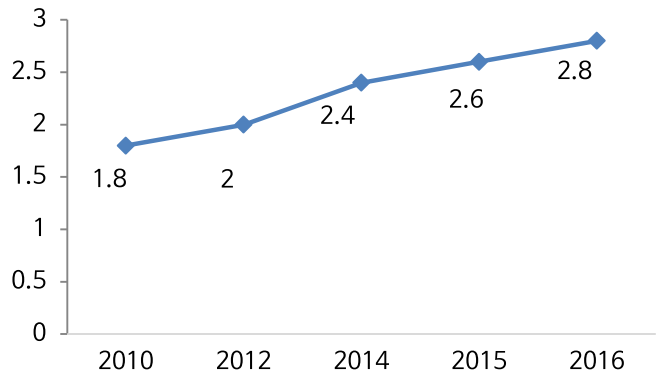
(단위 : 만 달러)



자료 : 낙농진흥회, Argonauts

그림 8. 1인당 치즈 소비량 추이

(단위 : kg)



자료 : 낙농진흥회, Argonauts

주요국과 FTA체결에 따른 무관세 물량과 치즈 관세의 인하

2011년 EU와의 FTA 체결 이후 미국(2012),호주(2014),뉴질랜드(2015)등 주요 치즈 수출국가와의 FTA체결이 이루어졌다. 체결된 FTA의 주 내용을 살펴보면 다음과 같다.

- (1) 10~15년 동안 관세를 인하한 후 관세를 완전 철폐한다. FTA 체결 이후 주요 치즈 수출국인 EU와 미국과의 관세율을 살펴보면 FTA 체결 전 33.7%에서 2018년의 경우 EU는20.2% , 미국은 19.2%의 수준까지 떨어졌다.
- (2) 무관세물량(TRQ)의 영향으로 인하여 일정수준을 초과하여 수입하는 치즈의 경우 관세를 부여하는데 무관세물량은 매년 3%복리로 증가한다.

이러한 (1)~(2)의 영향으로 FTA체결 이후 국내 치즈 수입물량은 지속적으로 증가했으며, 이후 관세가 완전 철폐됨에 따라 당사의 수익성은 증대될 것이다.

상속세 마련을 위한 배당성향 증가

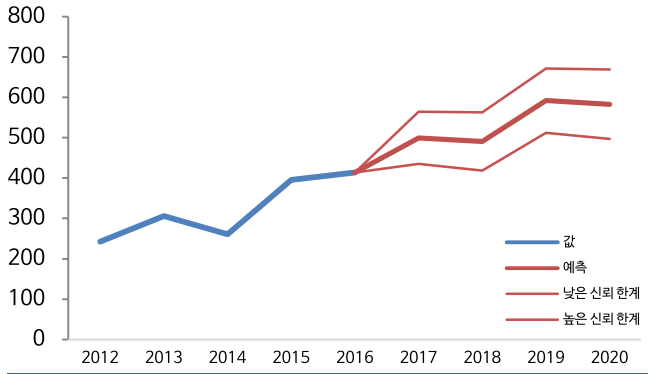
함영준 회장의 상속세 납부에 따른 배당성향 증가 예상

최근 함영준 회장에게 오투기 지분을 상속받으면서 발생한 상속세 3110억 원에 달하는 금액을 납부해야 하는 상황이 발생했다. 상속세를 마련하기 위한 방법으로 본 보고서에서는 대주주가 합법적으로 배당을 증가할 것으로 예상했다.

현재,함영준 회장이 최대주주로 자리하고 있는 오투기 라면, 애드리치, 풍림푸드, 오투기 냉동식품, 오투기 제유의 당기순이익과 배당금을 분석하였고 그 결과 우상향의 결과를 예측했다.

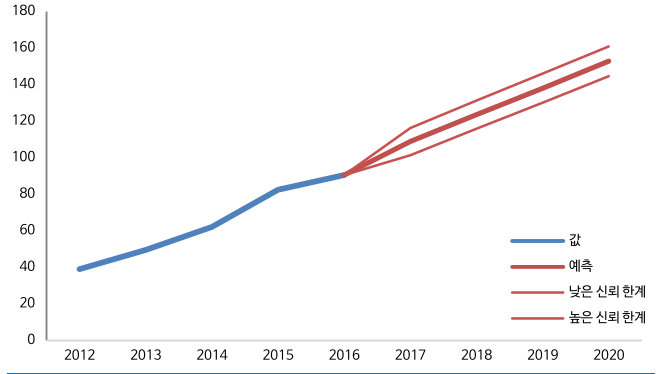
따라서, 오투기 계열사를 비롯하여 오투기 지분이 큰 비중을 차지하는 당사 또한 상속세 납부를 위한 현금 마련을 위하여 배당금의 증가에 동참할 가능성이 클 것으로 예상된다.

그림 9. 합병준 최대주주사 5개 당기순이익 합계 (단위: 억원)



자료 : DART, Argonauts

그림 10. 합병준 최대주주사 5개 배당금 합계 추이 (단위: 억원)



자료 : DART, Argonauts

환율변동에 따른 위험을 효과적으로 대처하는 능력 보유

환율변동에 대한 효과적 대처

당사 제품의 주요 원재료의 약 77%는 독일과 미국 등 수입에 의존하고 있다. [그림 11]의 분기별 재고자산 보유 상황을 보면 분기별 원재료와 미착품 재고자산이 타 항목들에 비해 큰 폭으로 증가하였다. 환율의 상승 시기에는 미착품이 증가하며, 원화 강세로 전환하는 시점에는 미착품이 감소하고 원재료 자산을 타 분기에 비해 많은 양을 보유하고 있다.

그림 [13]의 경우 환율과 미착품간의 상관관계를 제시하는데 원/달러 0.616034에 반해 원/유로 0.7945의 경우 미착품과 환율 사이의 양의 상관관계를 나타내고 있다. 따라서 당사는 환율 변화에 따라 재고자산을 유동적으로 보유하고 있으며, 환율변동 위험에 강하다는 것을 알 수 있다. 또한 환율이 낮을 때는 원재료 및 미착품을 매입하고 높을 때는 보유재고를 통해 납품 및 생산을 이루고 있다는 것을 확인할 수 있다.

그림 11. 분기별 재고자산 보유상황 (단위: 천원)

	17년 3분기	17년 2분기	17년 1분기	16년 4분기	16년 3분기	16년 2분기
상품	18,028,721	12,500,436	14,973,723	12,500,436	16,934,321	10,218,379
제품	5,330,188	2,898,361	3,643,546	2,898,361	3,044,062	2,270,657
재공품	246,923	304,320	253,119	304,320	235,919	264,701
원재료	1,667,821	811,864	1,387,683	811,864	839,145	533,160
저장품	372,858	328,922	319,630	328,922	342,247	158,472
미착품	16,847,773	16,351,194	8,852,747	16,351,194	12,033,950	18,615,892
합계	42,494,284	33,195,097	29,430,448	33,195,097	33,429,644	32,061,261

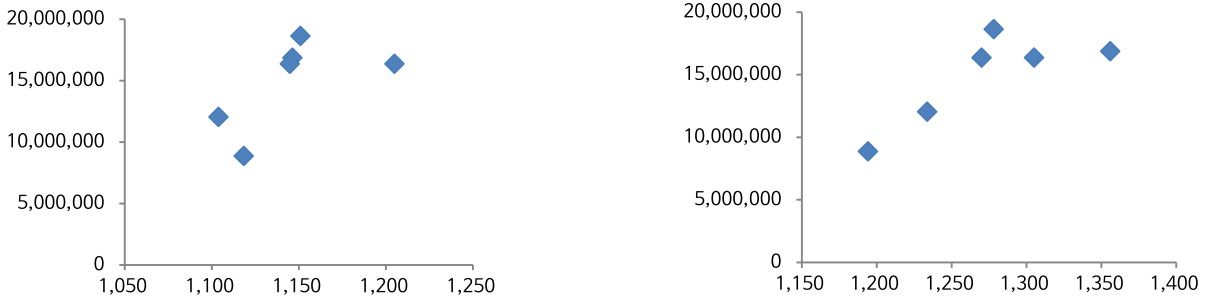
자료 : DART, Argonauts

그림 12. 분기말 환율 (단위: 원)

일자	17-3	17-2	17-1	16-4	16-3	16-2
달러	1,146.5	1,145.0	1,118.5	1,205.0	1,104.0	1,151.0
유로	1,356.02	1,305.24	1,194.28	1,270.19	1,233.94	1,278.30

자료 : KEB 하나은행, Argonauts

그림13. 상관관계수-미착품과 환율(좌-달러, 우-유로)



자료 : DART, Argonauts

공시자료를 통한 당사의 투자포인트

낮은 17년 4분기 실적으로 비롯된 추가하락

당사의 4분기 실적발표(180122)이후 전 분기 대비 큰 폭의 차이를 보여 전일 종가 대비 약 8.8%가 빠진 종가를 기록하고 유지하고 있다. 이는, 조흥의 치즈 시장성장과 냉동피자 시장의 성장세와 다르게 4분기 실적이 컨센서스를 하위하기 때문이다. 그러나 각 연도의 4분기 환율변동을 고려했을 때 17년 4분기만이 기점과 종점을 비교하여 하락했다. 조흥의 현금주기가 4개년 평균으로 102일정도 소요된다는 것을 고려했을 때, 지급시점과 회수 시점의 차이로 인한 결과라고 해석할 수 있다. 17년 4분기 말의 환율은 1,068이며 3분기 말의 환율은 1146.5이다.

그림14. 17년 분기별 실적

(단위 : 억원)

	1분기	2분기	3분기	4분기
매출액	403.5	384.9	435.2	397.6
영업이익	56.1	46.7	37.9	7
당기순이익	50.6	32.2	24.7	7.4

자료 : DART, Argonauts

그림15. 연도별 4분기 실적

(단위 : 억원)

	2014년	2015년	2016년	2017년
매출액	317	307.8	354.8	397.6
영업이익	17.5	25.2	33.3	7
당기순이익	7.9	28.3	8.7	7.4

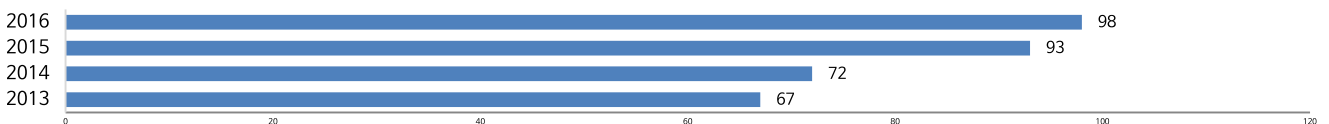
자료 : DART, Argonauts

주요 거래처의 성장

특수관계인인 오뚜기 계열사를 제외한 당사가 납품하는 핵심 거래처들이 성장하고 있다. 피자업계의 경우 도피노를 제외하고 미스터피자와 피자헛의 성장이 주춤하는 상황에서 피자마루의 성장세가 돋보인다. 뿐만 아니라 피자스쿨 또한 프랜차이즈 폐업이 증가하는 상황에서 가맹점 수 1위를 지키고 있다.

그림 16. 피자마루 매출액 추이

(단위 : 억원)



자료 : 밥상머리 뉴스, Argonauts

긍정적인 외부요인에 비해 아쉬운 내부요인

유통주식수의 부족

당사의 경우 액면가는 5,000원이고 발행주식수는 600,000주가 발행되었다. 일반 기업들에 비해 발행주식수가 적다고 할 수 있는데, 이 중 대주주 관련 지분이 67.22%라 실질적으로 시장에 유통되는 주식수는 매우 적다. 그 결과, 거래량의 규모가 적어 시장에서의 거래활성화 측면에서 문제점이라 여길 수 있는데, 경쟁사인 서울식품의 경우, 최근 액면분할을 실시하였다는 점에서 비교가 된다.

경쟁사와 비교시 한정된 매출처

일본, 대만을 비롯해 신라호텔, 탐앤탐스, 코스트코, 사조대림, CJ제일제당 등 다양한 고객사를 확보하고 있는 서울식품의 경우, 다양한 회사에 OEM주문을 받아 다양한 매출처로부터 수익을 얻을수있다. 반면 당사의 경우 오투기라는 모회사를 통해서만 매출이 발생하기에 매출처의 다변화에 있어 한계가 있다.

그림 17. CJ제일제당 '고메 피자'



자료 : CJ 제일제당

그림 18. 홈플러스 피자



자료 : 홈플러스

그림 19. 사조대림 '그릴드 피자'



자료 사조물

그림 20. 롯데마트 '요리하다'



자료 : 롯데마트

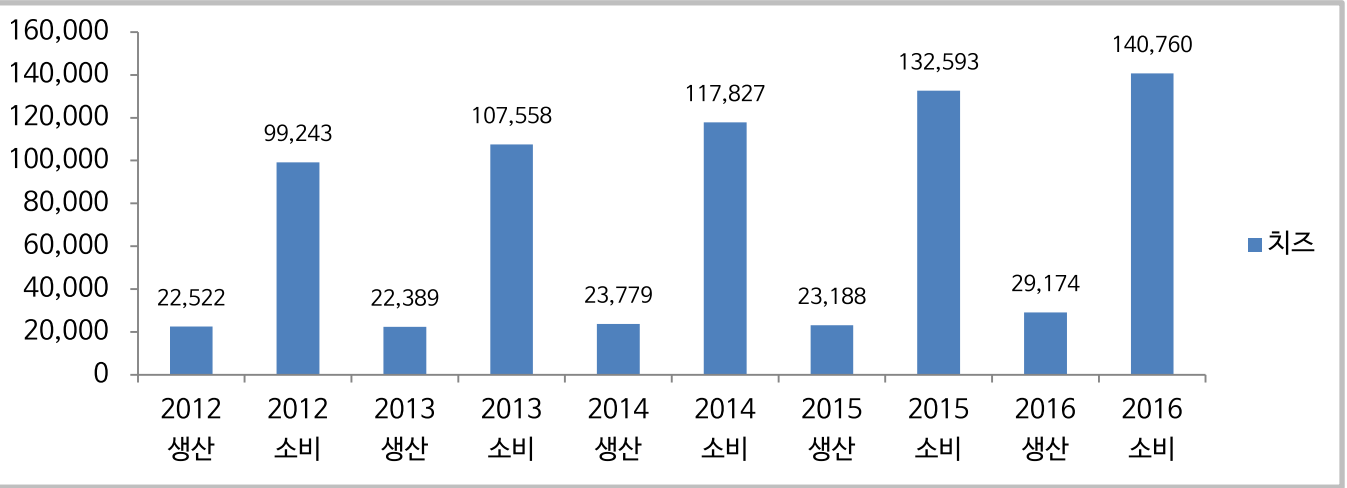
치즈시장의 매출액 추정

D와 S의 균형점을 통한 치즈 시장의 매출액 추정

치즈 소비량의 경우 2015년 전까지 큰 폭의 성장을 보였다. 이에 따라, D(Demand)와 S(Supply)가 동시에 상승하는 효과를 가져왔다. 하지만, 2016년 치즈 소비량 증가율은 전년대비 6.2%로 증가율 추세가 감소했다. 이에 치즈 시장이 포화상태로 접어들었다고 가정하여 보수적인 수치인 6.2%를 적용했다. 이후, 성장률이 1%씩 감소하는 추세를 보일 것으로 예측했다.

표1. 치즈 생산 및 소비 실적

(단위: 톤, t)



자료 : 농림축산식품부, 우유및유제품생산소비상황

냉동피자시장의 성장에 따른 매출액 추정

냉동피자 매출액 추정

당사는 냉동피자 사업을 2016년 5월 부터 시작했다. 현재 냉동피자 시장은 2016년 265억 원에서 2017년 900억 원 규모로 성장했다. 이에 따라, 당사의 냉동피자 매출 또한 빠른 속도로 성장했다. 향후 2018년도까지는 지속적으로 냉동피자 시장 규모가 성장할 것으로 예측되고 있다. 하지만, 2018년 이후에는 시장 성장세가 둔화될 것으로 예측되는데, 이에 대한 이유는 다음과 같다.

현재 우리나라의 경우 고령화가 급속도로 진행되고 있으며, 1인 가구수 증가율이 급격하게 증가하여 일본과 비슷한 추세를 보이고 있다. 또한, 대부분의 식료품 부문에서 한국과 일본은 유사한 시장 및 성장을 기록하고 있다. 본 리서치는 우리나라의 HMR 시장이 일본의 HMR 시장과 유사해질 것으로 예측했다. 이에 따라, 일본의 HMR 시장을 단순 인구수로 나눈 값을 한국에 적용시킬 경우, 2018년 이후의 냉동피자 시장의 성장률은 일본과 동일하게 지속적으로 감소하는 추세를 보일 것으로 예측했다.

또한, 당사는 현재 66%의 점유율을 가지고 있는데, 이는 경쟁사 제품이 지속적으로 출시됨에 따라 2018년 이후에는 60%로 점유율이 감소할 것으로 예측했다.

표2. 냉동피자 시장 규모 및 당사 예상 매출액

(단위: 억원)

	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
시장 규모	265	900	1,300	1,352	1,393	1,420	1,435
성장률		240.0%	44.4%	4.0%	3.0%	2.0%	1.0%
당사 매출액		594	858	892	919	937	947

자료 : DART, Argonauts

기타 식품 첨가물의 성장에 따른 매출액 추정

기타 식품첨가물 매출액 추정

당사의 기타 식품첨가물의 대부분은 제과제빵업 및 피자산업과 연관되어 있다. 2012년 발생한 식용유 치즈 피자 사건으로 인해 주 거래처의 브랜드 이미지가 훼손되었고 그에 따른 당사의 기타 식품첨가물 매출은 계속해서 감소했다. 하지만, 2016년부터 브랜드 이미지가 개선되어 매출이 2012년 수준으로 회복했다. 본 리서치에서는 이후 제빵업계 및 피자산업의 매출에 따라 매출액이 성장할 것으로 예측한다.

표3. 기타 식품첨가물 매출액 추정

(단위: 백만원)

	CAGR	2012	2013	2014	2015	2016	
제빵업 매출액		366,068	375,254	378,103	372,675	405,952	
증가율	2.7%	3%	1%	-1%	9%	3%	
		2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
기타 식품첨가물 매출액		37,441,817	38,449,211	39,483,709	40,546,041	41,636,955	42,757,221

자료: 식품산업 통계정보(제빵 소매업), Argonauts

최종 부문별 산출액

부분적으로 구한 추정 매출액의 합을 통해 동사의 매출액을 산출하였다.

표4. 전체 매출액 추정치

(단위: 천원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
치즈	85,206,169	90,318,540	95,737,652	101,481,911	107,570,826	114,025,075
식품첨가물	76,921,105	116,449,211	120,583,709	124,146,041	125,746,041	128,857,221
냉동피자	39,479,287	78,000,000	81,100,000	83,600,000	85,200,000	86,100,000
냉동피자외	37,441,817	38,449,211	39,483,709	40,546,041	40,546,041	42,757,221

자료: DART, Argonauts

동사의 손익계산서 추정

손익계산서 추정

동사의 손익계산서에 대한 추정은 다음과 같다.

- ① 동사의 매출액 추정은 상기 내용에서 도출된 숫자로 적용한다
- ② 동사의 매출원가는 1가지 가정을 적용한다
 동사의 매출원가율은 2012년 기준 89% 에서 2016년 83%, 2107년 3분기 82%로 낮아지고 있다. 이는 당사가 매출원가 절감을 위해 노력한다는 것으로 보이기 때문에, 향후 동사의 매출원가는 82%로 계속 유지될 것으로 가정한다
- ③ 동사의 영업 외 손익은 전체 손익 대비 1%로 일정한 수준을 유지하였다. 이에 동사의 손익계산서 추정 시 이 고정비가 유지될 것으로 가정했다.
- ④ 동사의 법인세 비용은 현재 22%로 법인세율에 변동이 없을 것으로 예측된다.
- ⑤ 동사의 배당은 향후 5개년간 20억의 배당이 있을 것 이라고 가정한다.
 이는, 동사의 배당이 지속적으로 이루어지고 있고, 함영준 회장의 상속세 납부로 인해 배당이 더욱 증가할 것으로 전망되기 때문이다

위의 가정에 따라 기업의 손익계산서를 추정하였고, 이를 이용하여 기업의 가치를 측정하였다.

Valuation

RIM 모델을 이용한 가치평가

(단위 : 억)	2018(F)	2019(F)	2020(F)	2021 (F)	2022(F)
I. 순이익(지배지분)	127	133	140	145	152
II. 자기자본(지배지분)	1,258	1,265	1,271	1,277	1,283
추정ROE	10%	10%	11%	11%	12%
III. 필요수익률(COE)	5.4%				
무위험이자율(Rf)	3%				
시장위험프리미엄(Rp)	5%				
베타(B)	60%				
IV. Spread(추정ROE-필요수익률)	4.5%	4.9%	5.4%	5.8%	6.3%
V. 잔여이익	58	64	70	75	82
현재계수	0.95	0.90	0.86	0.82	0.78
잔여이익의 현재가	61	71	82	92	105
VI. 잔여이익의 합계	410				
VII. 추정기간이후 잔여이익의 현재가	1,060				
영구성장률(g)	-				
VIII. 기초자기자본	1,247				
IX. 주주지분가치 (VI+VII+VIII)	2,717				
총 주식수 (억주)	0.006				
X. 적정주당가치(원)	452,809				
현재가치(원)	235,000				
Potential	92%				

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며,

산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(5년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

Compliance Notice

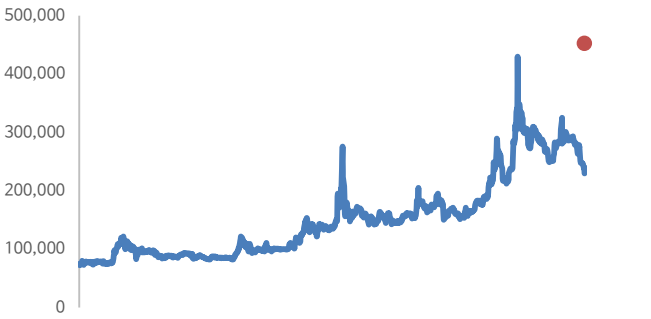
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자: 최성환)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 - 10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

조흥 주가추이 및 적정주가

(단위: 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2018.02.09	452,800원	Positive



'주식가치'를 위한 단체

상호간의 친목 도모

건전한 투자자 육성

금융 인재 양성

황상훈, 김현태, 안용현

Tel. 010-3353-4953

Email kht4953@naver.com

現 인천대 Argonauts

Appendix1. 용어정리

<p>이스트</p>	<p>이스트는 자연계에 있는 다양한 이스트중에서 제빵에 가장 적합한 것을 과실이나 곡류 등에서 분리해 순수 배양한 것을 말한다. 제빵에서 쓰이는 이스트의 역할은 제빵 시 생지를 부풀게 하며 탄성을 더하고 빵에 풍미를 제공하고 생지를 숙성시켜 신장성을 더해주는 역할을 해준다.</p>
<p>베타글루칸</p>	<p>당류의 일종인 다당류로서 면역활성기능에 큰 효과를 발휘하는 성분이다. 이스트에 많은 양의 베타글루칸이 불용성 형태로 함유되어 있는것이 특징이다. 사용처로는 건강식품,크림치즈 주스등의 식품분야 뿐만이 아닌 지방대체물, 콜레스테롤 저하제 등으로도 쓰이는 것이 특징이다.</p>
<p>냉동피자</p>	<p>제품 생산과정 중 Partially 하게 Pre-baking 한 제품으로, 먹기 전 Cooking Time을 절감 시켰으며 맛과 품질은 Fresh Pizza와 같게 유지 하면서 냉동화 시켜 유통기간을 6개월~1년으로 최대로 늘리고 배송, 보관, 사용상의 편리성을 극대화 시킨것이 특징이다.또한 냉동피자의 경우European Style로서 국내시장의 대부분의 피자인 American Style과는 차이를 보인다.</p>
<p>슈레드 치즈</p>	<p>블록 형태의 치즈를 작은 크기로 채 썰듯 자른 형태의 치즈로서 흔히 피자치즈로써 알려져 있다.</p>
<p>레토르트 식품</p>	<p>조리 가공한 여러 가지 식품을 일종의 주머니에 넣어 밀봉한 후 고압가열살균솥(retort)에 넣어 고온에서 가열 살균하여, 공기와 광선을 차단한 상태에서 장기간 식품을 보존할 수 있도록 만든 가공식품을 말한다. 미국을 비롯한 유럽 각국에서는 이런 종류의 식품이 오래 전부터 개발되었으며, 한국의 경우 카레·햄버거·죽·스파게티·미트볼 등의 레토르트 식품의 제조가 활발하다</p>
<p>가정간편식 (HMR:Home Meal Replacement)</p>	<p>최근 1인가구 와 맞벌이 가구의 증가에 따른 가파른 성장세를 보여주고 있는 제품으로서 짧은 시간에 간편하게 조리하여 먹을 수 있는 가정식으로 일종의 인스턴트식품 (즉석식품)을 말한다</p>

표1. 가정간편식 분류

분류	유형	상품예시
RTP(Ready to Prepare)	식재료를 요리하기 편리하게 세정하고 소분한 상품	손질한 간편채소, 샐러드 등
RTE(Ready to Eat)	포장제거 후 바로 먹을수있는 음식	샌드위치, 도시락 등
RTC(Ready to Cook)	간단하게 조리한후 먹을수있는 음식	찌개류,탕류,육가공류 등
RTH(Ready to Heat)	가열하여 바로먹을수있는 음식	레토르트 식품

자료 : 신세계푸드, Argonauts